Die Effektenbörse.

Eine Vergleichung deutscher und englischer Zustände.

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der staatswissenschaftlichen Doctorwürde

in der

rechts- und staatswissenschaftlichen Facultät der Universität

Strassburg

von

Emil Struck.

Leipzig, Duncker & Humblot. 1881.

ACAD.
LUGD.BAT.
BIBL.

Vorwort.

Die folgende Abhandlung bildet das dritte Kapitel der in Schmoller's staats- und sozialwissenschaftlichen Forschungen (Bd. III. Heft 3) erschienenen Schrift gleichen Titels, mit welcher ich im Januar 1881 in Strassburg doktorirt habe. Das erste Kapitel derselben erörtert die Verkehrsformen, das zweite die wirthschaftliche Funktion der Börse. Dem Ganzen ist ein Anhang beigefügt über die Entwickelung des Instituts der beeidigten Makler in Deutschland im 19. Jahrhundert. Die wichtigsten Quellen, aus welchen ich bei der Anfertigung dieser Abhandlung geschöpft habe, sind zwei sehr umfangreiche englische Enquêten aus den Jahren 1875 und 1877/78, die eine über die Vorkommnisse bei der Emission einer Reihe von Ende der 60er und Anfang der 70er Jahre in London seitens süd- und mittelamerikanischer Staaten erhobenen Anleihen (Report from the Select Committee on Loans to foreign States together with the Proceedings of the Committee, Minutes of Evidence, Appendix and Index. Ordered by the House of Commons to be printed. 1875), die andere über die Zustände und Gebräuche der Londoner Stock Exchange (London Stock Exchange Commission. Report of the Commissioners. — Minutes of Evidence taken before the Commissioners together with Appendix, Index and Analysis. Presented to both Houses of Parliament by Command of Her Majesty. London, printed by G. E. Eyre and W. Spottiswoode 1878), sodann eine erhebliche Masse schrift-

lichen Materials über die Verhandlungen, welche von Anfang dieses Jahrhunderts bis zur Gegenwart zwischen dem Aeltestenkollegium der Berliner Kaufmannschaft und der Regierung über die Regelung des Börsen- und Maklerwesens geführt worden sind, und Aehnliches aus den Archiven der Handelskammern von Bremen, Leipzig, Breslau und einigen anderen Städten.

Bezüglich der Quellencitate ist noch zu bemerken, dass die einzelnen Theile der englischen Enquête von 1875 citirt sind: I. Rep., I. Min. of Evid.; die einzelnen Theile der Enquête von 1878: II. Rep., II. Min. of Evid., II. App.

Strassburg, den 30. April 1881.

Emil Struck.

Das Verfassungs- und Verwaltungsrecht der Börse[183]).

I. Darstellung und Erläuterung des positiven Rechts.

Effektenbörsen als besondere nur dem Umsatze in öffentlichen Schuldverschreibungen, Aktien und Obligationen von Gesellschaften dienende Institute existiren in Deutschland nicht. Wo überhaupt der Handel in diesen Objekten einen Zentralpunkt gefunden hat, hat er sich eng angeschlossen dem Verkehr in Wechseln, Geldsorten und Produkten der verschiedensten Art. Dasselbe Gebäude nimmt die über diese Gegenstände Geschäfte abschliessenden Personen auf; dieselben Statuten regeln die rechtlichen Verhältnisse dieser verschiedenen Märkte; dieselbe Behörde führt die Aufsicht über sie. Wo in gewissen Punkten eine Sonderung eingetreten ist, hat man doch Halt gemacht bei dem Gegensatz zwischen Produkten und Werthpapieren resp. Umlaufsmitteln. Was als Effektenbörse bezeichnet zu werden pflegt, umschliesst den Verkehr in Wechseln und Geldsorten gerade so gut wie den in Obligationen und Aktien.

Historisch der frühere ist jener; an ihn erst hat sich dieser angereiht und zwar in verhältnissmässig später Zeit. Aus einem Kurszettel der Berliner Börse aus dem Jahre 1785 ergiebt sich, dass die Geschäfte sich damals regelmässig auf den Umsatz von Wechseln und Geldsorten beschränkten, wenn Effekten überhaupt schon Objekte des Verkehrs gewesen sein sollten[184]). Die Berliner Börsenordnung von 1805 kennt bereits Geschäfte in Fonds; sie normirt die Gebühren für die Makler, welche solche vermitteln[185]). Allein dieselben müssen noch von geringer Bedeutung gewesen sein und als Seltenheit gegolten haben, da jenes Statut keine Vorschriften über die Notirung der Kurse der Effekten enthält, während es für Wechsel und Geldsorten die bezüglichen Anordnungen trifft[186]).

Erst 1813 scheinen jene Aufnahme in den Kurszettel gefunden zu haben. Bis in den Anfang der zwanziger Jahre waren die abgeschlossenen Geschäfte rein kapitalistischer Art. Sie betrafen besonders preussische Staatsschuldscheine und Pfandbriefe, von ausländischen Papieren Wiener Bankaktien und einige russische Werthe. Von dieser Zeit an beginnt sich die Spekulation zu regen und im Jahre 1832 zeigt sie sich zum ersten Male in grösserem Umfange auf dem Berliner Platze. Sie warf sich zunächst auf spanische Papiere; in den vierziger Jahren führte die Gründung zahlreicher Eisenbahngesellschaften ihr neuen Stoff zu und seitdem ist sie von Jahr zu Jahr rapide gestiegen. 1820 umfasste der amtliche Kurszettel 11 Effekten, 1830 21, 1840 16, 1850 63, 1860 126, 1870 309, 1880 636 [187]).

Die ersten Bestimmungen über die rechtlichen Verhältnisse des Berliner Fondsmarktes sind enthalten in der Börsenordnung von 1805. Die in derselben zur Verwirklichung gelangten Prinzipien haben trotz mehrfacher Aenderungen in Einzelheiten bis zur gegenwärtigen Stunde Geltung behalten. Nach ihrem Muster sind die Statuten der anderen preussischen Börsen gearbeitet und auch die der ausserpreussischen weichen davon im Wesentlichen nicht ab.

Die Börsenversammlungen des 18. Jahrhunderts waren in Berlin hervorgegangen aus den Zusammenkünften der Angehörigen der beiden kaufmännischen Gilden, der Tuch-, Seiden-, Spezerei- und der Materialhandlung, an welche sich in den letzten Jahrzehnten die Zusammenkünfte der Bankiers angeschlossen hatten [188]). Der Zutritt zu diesen Versammlungen wird demnach beschränkt gewesen sein auf die Mitglieder jener drei Gruppen und die angestellten Makler, was um so weniger Zweifel verdient, als bei der Natur der damals verhandelten Objekte Nichtkaufleute kaum ein Interesse an den dortigen Vorkommnissen haben konnten.

Die Errichtung eines neuen Börsengebäudes im Jahre 1800 gab den erwähnten Gilden Veranlassung, die Regierung um Ertheilung einer neuen Börsenordnung anzugehen. Das 1805 zu Stande gekommene Reglement verfügte die Bildung einer besonderen Börsenkorporation, deren Mitglieder die Angehörigen der beiden Kaufmannsgilden und der Berliner Elbschiffergilde sein sollten. Das Recht, aber nicht die Pflicht zum Eintritt wurde denjenigen Fabrikanten, Bankiers, Kaufleuten jüdischer Religion und sonstigen Personen zugewiesen, die auf Grund landesherrlicher Konzession in Berlin zum Handeltreiben befugt waren. Die Mitglieder der Korporation hatten zur Erhaltung des Gebäudes jährliche Beiträge zu zahlen, die für die einzelnen Gruppen verschieden normirt waren. Die Höhe derselben war gering, die keiner Gilde angehörigen Personen hatten jährlich drei Thaler zu entrichten, die gesammte Elbschiffergilde 50 Thaler. Der Zutritt zur

Börse stand aber ausser den Korporationsmitgliedern jedem Bürger zu, der mit einem der letzteren zu sprechen oder Handelsgeschäfte abzuschliessen hatte. Hiermit wurde der wichtige bis zur gegenwärtigen Minute gültige Grundsatz ausgesprochen, dass im Prinzip Jeder zum Besuche der Börsenversammlungen berechtigt sei. Das Vorrecht der Korporationsmitglieder bestand aber darin, dass aus ihnen und von ihnen die Börsenvorsteher zu erwählen waren. Deren sollte es vier geben, nämlich von der christlichen und jüdischen Gemeinde je einen Bankier und einen im Grossen handelnden Kaufmann. Die Hauptaufgabe dieser Behörde bestand in der Kontrole über die Befolgung der in den Reglements enthaltenen Vorschriften, insbesondere der den Wechsel- und Waarenmaklern auferlegten Verpflichtungen, und all derjenigen Anordnungen, die durch die regelmässige Zusammenkunft einer grossen Zahl von handeltreibenden Personen nothwendig werden, z. B. betreffs Oeffnung und Schliessung der Börse. Endlich sollte sie bei Streitigkeiten unter Mitgliedern mit Zustimmung der Parteien als Schiedsgericht fungiren [189]).

Diese Organisation der Börse erfuhr eine Aenderung, als im Jahre 1820 die beiden kaufmännischen Gilden sammt der Börsenkorporation aufgehoben und durch einen neuen Verband, die Korporation der Berliner Kaufmannschaft, ersetzt wurden. In diese Vereinigung waren aufzunehmen alle Personen beiderlei Geschlechts, welche Handelsgeschäfte, gleichviel welcher Art, wirklich betrieben oder betreiben wollten, wenn sie grossjährig und völlig verfügungsfähig waren, das Bürgerrecht in Berlin erlangt hatten und den Ruf vollkommenster Unbescholtenheit genossen [190]). Der Vorstand dieser Korporation, aus 21 Aeltesten bestehend, war aus und von den männlichen Mitgliedern zu wählen [191]). Dieser Behörde wurden die Börsenversammlungen unterstellt; sie erhielt das Recht der Beaufsichtigung und zur Wahrung der Ruhe, Ordnung und des Anstandes die Befugniss, Störenfriede entfernen zu lassen und mit Ordnungstrafen zu belegen. Zur Ausübung dieser Funktion hatten die Aeltesten aus ihrer Mitte vier Börsenkommissarien zu ernennen [192]). Im Uebrigen blieben die alten Regeln in Kraft; die neu erlassene Börsenordnung von 1825 [193]) enthielt nur eine Reihe von detaillirteren Bestimmungen über verschiedene minder wichtige Punkte.

Ebenso wie in Berlin wurden in diesen Jahren auch in anderen preussischen Städten, z. B. Stettin, Danzig, Königsberg, Magdeburg, die bestehenden mehreren kaufmännischen Gilden und Innungen in eine einzige Korporation der Kaufmannschaft mit der gleichen Verfassung wie die der Berliner verschmolzen und ihrem Vorstande das Aufsichtsrecht über die Börsenversammlungen übertragen [194]). Wo wie in Köln und Breslau Handelskammern anstatt Korporationen gebildet wurden,

erlangten diese das Recht der Beaufsichtigung [195]). Der Besuch der Versammlungen stand mit Ausnahme von Breslau in allen Städten von Anfang an jedem Bürger frei [196]). In letzterer Stadt war das Zutrittsrecht beschränkt auf die Kaufleute der ersten Steuerklasse, die der zweiten konnten erst nach besonderer Genehmigung der Handelskammer zugelassen werden. Erst im Jahre 1859 gelang es nach vielfachen Verhandlungen, die Regierung zur Anerkennung der Börse als einer öffentlichen, jedem Interessenten zugänglichen Anstalt zu bewegen [197]).

Als im Anfang der sechziger Jahre das allgemeine deutsche Handelsgesetzbuch in den einzelnen deutschen Staaten eingeführt wurde, unterwarf man die bestehenden Börsenordnungen einer Revision, deren Resultat in der Hauptsache aber nur eine Anpassung einzelner Bestimmungen an das neue Handelsrecht, insbesondere an die durch dasselbe gewährte Freiheit des Maklergewerbes war. Diese neuen Statuten der sechziger und siebziger Jahre stimmen selbstverständlich nicht in allen Einzelheiten überein, indessen sind die wesentlichen Punkte in der gleichen Weise geregelt.

Bei der Darstellung des Börsenrechts sind vier Materien auseinander zu halten: 1) das Verhältniss der Staatsregierung zur Börse, 2) die Zusammensetzung des Börsenvorstandes, 3) die Voraussetzungen für das Recht des Börsenbesuches, 4) die Kompetenzen des Börsenvorstandes.

I. Das Verhältniss der Staatsregierung zur Börse. —

Die in den einzelnen deutschen Staaten bestehenden Börsen sind mit Zustimmung der Regierung errichtet und können durch diese wieder aufgehoben werden. Die Statuten für die Versammlungen sind von ihr zusammen mit dem Börsenvorstande vereinbart und können ohne ihre Genehmigung nicht abgeändert werden [198]). Die Anwendung der in denselben enthaltenen Bestimmungen erfolgt, soweit sie die Interiora der Börse betreffen, durch deren Vorstand; von Seiten der Regierung findet eine unmittelbare Aufsicht nicht statt, indess ist an sie gegen die Entscheidung jener Behörde der Rekurs gestattet [199]). Nach einigen Ordnungen sollen an einem Handelsplatze nicht mehrere Börsen errichtet werden [200]).

II. Die Zusammensetzung des Börsenvorstandes. —

Der Börsenvorstand ist nicht ein von der Gesammtheit der Börsenbesucher gewähltes und abhängiges Organ. Die bezüglichen Funktionen sind vielmehr den von den kaufmännischen Vereinigungen, die mit der Gesammtheit der Börsenbesucher nicht zusammenfallen, gewählten Behörden, den Aeltesten resp. den Vorstehern der Korporation der Kaufmannschaft oder der Handelskammer, übertragen worden [201]). Für diese Behörden bildet ferner die Leitung der Börsenangelegenheiten nicht die einzige amtliche Aufgabe, sondern als Vertreter der Handel- und Gewerbetreibenden des Ortes oder Bezirkes

haben sie noch eine Reihe von anderen wichtigen Funktionen zu erfüllen. Zur Erledigung der Börsensachen haben sie Kommissionen gebildet, die von ihnen beaufsichtigt werden und deren Beschlüsse ihrer Genehmigung unterliegen. An den meisten Plätzen ist dieses Kommissariat ein und dasselbe für die Fonds- und Produktenbörse, in Berlin hingegen zerfällt es in zwei von einander unabhängige Abtheilungen. Aehnlich ist es in Frankfurt a. M.[202]).

III. Die Voraussetzungen für das Recht des Börsenbesuches. —

Der Börsenbesuch steht nach Entrichtung der Eintrittsgebühren und gegen Vorzeigung der dafür erhaltenen Eintrittskarte Jedermann zu. Ausgeschlossen sind nur

a) Personen weiblichen Geschlechts,

b) diejenigen, über deren Vermögen Konkurs eröffnet ist oder die ihre Gläubiger aussergerichtlich behandeln, ersteren Falls bis derselbe beendet ist, letzteren Falls bis ein Akkord mit den Gläubigern erzielt ist,

c) diejenigen, welche erweislich nicht des Handelsverkehrs, sondern anderer demselben fremder Zwecke wegen sich einfinden,

d) diejenigen, welche sich nicht im Besitz der bürgerlichen Ehrenrechte befinden,

e) diejenigen, welche unter Kuratel oder unter Vormundschaft oder in väterlicher Gewalt stehen, sofern sie nicht als Angestellte eines Börsenbesuchers fungiren,

f) diejenigen, welche auf Grund der Vorschriften der Börsenordnungen für immer oder auf Zeit von dem Besuche der Börse ausgeschlossen sind[203]).

Das Eintrittsgeld ist nach Wahl des Empfängers der Karte für jedes Jahr oder Semester praenumerando zu entrichten; seine Höhe wird von dem Börsenvorstande festgesetzt. Die Mitglieder der Korporation der Kaufmannschaft sind, da sie in dieser ihrer Eigenschaft regelmässige Beiträge an die Korporationskasse abzuführen haben, von besonderen Eintrittsgebühren befreit. Die ausserhalb der Korporation Stehenden, wie sämmtliche Börsenbesucher an den Orten, wo eine Handelskammer anstatt einer Korporation der Kaufmannschaft besteht, werden zumeist nach dem Umfange ihres Börsengeschäfts in verschiedene Klassen untergebracht, die verschieden hohe Beiträge zu zahlen haben. In Frankfurt a. M. bestehen fünf Klassen, die mit 100, 60, 30, 20 und 10 Mark eingeschätzt sind[204]).

IV. Die Kompetenzen des Börsenvorstandes. —

Der Kreis der von dem Börsenvorstande resp. dessen Kommission zu vollziehenden Geschäfte ist nicht von grossem Umfange. Er hat, wie erwähnt, die in den Statuten enthaltenen Bestimmungen, soweit sie die Interiora der Börse betreffen,

anzuwenden. Als wichtigere Aufgaben sind folgende hervorzuheben. Er hat die Eintrittskarten zu ertheilen nach Massgabe der in den Statuten niedergelegten Vorschriften. Er hat die Usancen für den Fondsverkehr festzustellen, wobei er der Zustimmung der Regierung nicht bedarf[205]). Er hat die Kursnotirung selbst zu besorgen oder zu überwachen, deren Modus durch das Statut normirt und ohne Einwilligung der Regierung nicht durch einen andern ersetzt werden kann.

Der Börsenvorstand hat weiter die Ordnung in den Versammlungen aufrecht zu erhalten. Zu dem Ende kann jeder Börsenbesucher von einem Börsenkommissarius für den laufenden Tag ohne Weiteres aus der Versammlung ausgewiesen werden, wenn er sich Beleidigungen eines anderen Anwesenden, Ruhestörungen oder Anstandsverletzungen zu Schulden kommen lässt oder den Anordnungen des Kommissars nicht Folge leistet. Aus den gleichen Ursachen kann die Kommission als Ganzes oder der Börsenvorstand selbst Ausschluss auf kürzere oder längere Zeit verfügen. Der Höchstbetrag der zeitigen Ausschliessung ist in Berlin ein Jahr, der Mindestbetrag drei Tage. Gegen Rückfällige oder bei sonst erschwerenden Umständen kann die Strafe der Exklusion als lebenslängliche verhängt werden. Ist eine Verurtheilung der einen oder anderen Art erfolgt, so ist dieselbe durch mindestens vierzehntägigen Aushang an der Börse bekannt zu machen[206]).

Nach gewissen Richtungen hat der Börsenvorstand auch für die Solidität im geschäftlichen Verkehr zu sorgen. Nach den Börsenordnungen für Berlin, Breslau und Leipzig sollen die genannten Strafen auch demjenigen auferlegt werden, der falsche Gerüchte verbreitet, es sei denn, dass unverschuldeter Irrthum bei ihm vorliegt, in letzterer Stadt auch demjenigen, der als Vermittler falsche Angaben macht, d. h. im Schlusszettel fälschlich einen zweiten Kontrahenten angiebt, wo er in Wahrheit durch Uebernahme selbst Lieferer oder Abnehmer geworden ist[207]).

Als eine der wichtigsten Funktionen erscheint die Beschlussfassung über die Aufnahme neuer Werthpapiere in den amtlichen Kurszettel. Der Börsenvorstand kann hiebei ganz seinem Belieben folgen. Die Regierungen haben es nicht einmal für nothwendig gehalten, massgebende Grundsätze für die Erledigung dieser Materie zu normiren[208]). Die Berliner Börsenordnung enthält nur die nichtssagende Phrase: „Die Aeltesten der Kaufmannschaft haben nach dem obwaltenden Bedürfnisse zu bestimmen, auf welche Gegenstände sich die amtliche Kursfeststellung und die Notirung in dem amtlichen Kurszettel erstrecken soll“ [209]). In Hamburg sollen die Papiere nur dann zurückgewiesen werden dürfen, wenn die berufene Behörde den Handel in denselben als gemeinschädlich erachtet[210]). Auch das Wort „gemeinschädlich“ kann Alles oder

Nichts sagen. Thatsächlich scheint ihm die letztere Rolle zugefallen zu sein. Auf eine von uns an das Sekretariat der Berliner Börse gerichtete Anfrage, von welchen Voraussetzungen nach der Praxis die Aufnahme eines neuen Effekts in das offizielle Kursblatt abhängig gemacht werde, haben wir folgende Antwort erhalten:

„1. Das Grundkapital des Unternehmens, über dessen Solidität selbstverständlich nichts Nachtheiliges verlauten darf, darf nicht zu unbedeutend sein.

2. Es muss sich bereits ein lebhafter, durch die vereideten Makler konstatirter Umsatz in dem qu. Papiere an der Börse entwickelt haben."

Leider giebt auch diese Benachrichtigung keinen genügenden Aufschluss über den eigentlich interessanten Punkt, die an das Unternehmen betreffs der Solidität gestellten Anforderungen. Es ist in jener Zuschrift gleichzeitig bemerkt worden, dass es zu einer Verweigerung des fraglichen Privilegs verhältnissmässig selten komme. Der englischen Enquêtekommission ist von der Berliner Börse die Mittheilung gemacht worden, dass im Anfang der siebziger Jahre allen neuen Obligationen amerikanischer Eisenbahngesellschaften die Kotirung wegen beunruhigender Gerüchte über die Solidität dieser Anlagen versagt worden sei [211]). Strenge scheint in diesem Punkte keinenfalls zu herrschen und eine feste Praxis sich auch noch nicht entwickelt zu haben.

Neben dem Börsenkommissariate besitzt die Berliner Fondsbörse seit einigen Jahren noch eine sogenannte Sachverständigen-Kommission. Diese Behörde setzt sich zusammen aus sechs Börsenkommissarien undzwölf von der Kaufmannschaft gewählten Korporationsmitgliedern. Sie steht gleichfalls unter der Aufsicht der Aeltesten. Ihre Aufgabe ist die schiedsrichterliche Entscheidung all derjenigen Rechtsstreitigkeiten aus Fondsgeschäften, welche ihrer Zuständigkeit in den jeweilig geltenden, von den Aeltesten publizirten Usancen überwiesen sind. Sie übt diese Funktion aus in Abtheilungen von drei Mitgliedern. Sie hat weiter an Stelle des Börsenkommissariats die Einführung von Geschäfts- und Verkehrsbedingungen vorzubereiten, wohingegen die endgültige Beschlussfassung den Aeltesten vorbehalten bleibt. Endlich hat sie eine Mitwirkung bei der Entscheidung über die Aufnahme eines Effekts in den amtlichen Kurszettel. Dahingehende Anträge sind allerdings an das Börsenkommissariat zu richten und von diesem zu erledigen, aber sie sind nur zulässig, wenn ihrerseits bereits vorher die näheren Modalitäten der Einführung für das betreffende Effekt zur Feststellung gelangt sind [212]).

Viel älteren Ursprungs als in Deutschland ist der Effektenverkehr in England. Schon am Ende des 17. Jahrhunderts traten Aktien und Schatzkammerscheine in die Reihe der

Handelsobjekte und kaum war das geschehen, als auch die Spekulation sie in ihren Bereich zu ziehen sich bemühte. Welche Ausdehnung und Bedeutung sie schon in früher Zeit gewann, lässt sich daraus erkennen, dass man bereits im Jahre 1697 es für erforderlich hielt, ihrem Gebahren in den Weg zu treten. Ein ursprünglich auf drei Jahre berechnetes, später auf fernere sieben Jahre verlängertes Gesetz von Wilhelm III. erklärte alle Geschäfte in den genannten Papieren für nichtig, sofern sie nicht innerhalb dreier Tage erfüllt würden[213]). Die bereits erwähnte Barnard's Akte aus dem Jahre 1733 enthält sodann eine Zahl von detaillirten Bestimmungen, die auf eine hoch entwickelte Technik des Verkehrs schliessen lassen.

Ob der Fondshandel wie in den deutschen Handelsplätzen sich anfänglich an den Wechsel- und Geldverkehr angeschlossen hat, ist nicht bekannt. Fest steht indess, dass derselbe am Ende des vorigen Jahrhunderts in London seinen besonderen Markt besass. Die Geschäfte wurden an zwei Orten abgeschlossen und abgewickelt, in der Rotunde der Bank von England, die von den Leitern dieses Instituts zu diesem Zwecke besonders eingeräumt war, und in den Räumen des sogenannten „Stock Exchange Coffee House", das einfach auch als „The Stock Exchange" oder „The House" bezeichnet wurde. An ersterem Orte fanden vornehmlich die kleineren Umsätze in den öffentlichen Werthen statt und man scheint ihn desshalb ausgewählt zu haben, weil man von hier aus mit der grössten Bequemlichkeit die Umschreibung in den Büchern der Bank von England, die für die Uebertragung der englischen Staatspapiere erforderlich war, bewerkstelligen lassen konnte. Der zweite Ort bildete den Markt für die spekulativen Geschäfte und die grossen mit der Unterbringung der gerade damals in grosser Zahl von der Regierung aufgenommenen Anleihen verknüpften Operationen. Der Zutritt zu dieser Börse stand Jedem gegen Entrichtung einer Gebühr von 6 d offen; auch scheint Jeder zum Abschluss von Geschäften befugt gewesen zu sein[214]). Nur die Vornahme der vermittelnden Thätigkeit war an mehrere Voraussetzungen gebunden. Nach Gesetzen von Eduard I., der Königin Anna und Georg III. bedurfte Jeder, der das Maklergewerbe, gleichviel in welchem Handelszweige, in London ausüben wollte, einer Konzession seitens der Stadtbehörde, die nur ertheilt werden sollte, wenn der Kandidat eine Empfehlung von sechs angesehenen Kaufleuten Londons aufwies, eine Kaution von 1000 £ leistete und zwei Bürgen für je 250 £ stellte. Der Gewählte hatte auf die redliche Erfüllung seiner Pflichten einen Eid zu leisten. Falls er sich nach dem Ermessen jener Behörde eines unwürdigen Benehmens schuldig machte, konnte die Lizenz ihm genommen werden. Der unbefugte Betrieb des Maklergeschäftes war mit einer Strafe von 100 £ bedroht[215]). Ob diese Bestim-

mungen in der Praxis immer innegehalten worden sind, lässt sich aus unseren Quellen nicht nachweisen. Dürfte man nach den Erfahrungen, die andere Staaten mit ähnlichen Gesetzen gemacht haben, sich seine Meinung bilden, so würde die Behauptung erlaubt sein, dass die wohlgemeinten Gesetze für den Geschäftsverkehr werthlos geblieben, von Hunderten übertreten worden sind.

Die Versammlung der Börsenbesucher unterstand einer von ihnen selbst gewählten Aufsichtsbehörde, dem sogenannten „Committee for general purposes", dessen Funktionen theils richterliche, theils administrative waren. Es hatte die aus Fondsgeschäften hervorgegangenen Streitigkeiten zu entscheiden, hatte für den Verkehr Bestimmungen zu treffen, über deren Beobachtung zu wachen und für die Liquidation des Vermögens der Falliten Sorge zu tragen [216]). Wir werden die Verhältnisse jener Zeit am besten karakterisiren, wenn wir sie als im Wesentlichen die gleichen bezeichnen, die heute unsere deutschen Börsen aufweisen, nur dass die Zusammenschliessung der daselbst verkehrenden Personen zu einem Verein mit ausgeprägten Rechtsnormen und einem eigenthümlichen Leben bereits in höherem Masse gelungen war.

Aus diesen freiheitlichen und immer noch chaotischen Zuständen taucht aber im Anfange dieses Jahrhunderts eine feste Ordnung empor, umgeben mit Schranken, die im Laufe der Jahre immer höher geführt und enger gezogen wurden. Den ersten Anstoss zu einer totalen Aenderung der bisherigen Organisation gab ein rein zufälliger Umstand. Mit der steigenden Lebhaftigkeit des Fondsverkehrs waren die bisher benutzten Räume zu eng geworden und das Bedürfniss nach einem neuen Gebäude schien unabweisbar. Im Verein mit mehreren anderen Geschäftsleuten fasste ein gewisser Mr. William Hammond den Plan, zur Errichtung eines solchen eine Aktiengesellschaft zu gründen, da die Versammlung der Börsenbesucher als solche nicht die genügenden Mittel zur Verfügung hatte. Es gelang in der That, ein Kapital von 20000 £ in Antheilen von 50 £ zusammenzubringen. Zu gleicher Zeit aber wurde der Beschluss gefasst, den Zutritt zu dem neuen Institut von einer besonderen Wahl abhängig zu machen, um das Vermögen der Geschäftsleute vor den Verlusten zu bewahren, denen es auf ganz offenem Markte ausgesetzt war. Ein „Committee for general purposes", bestehend aus den 9 Gründern und 21 sonstigen Aktieninhabern, wurde mit dem Vollzuge der Wahlen betraut. Im März 1802 wurde die neue Börse mit einer Zahl von 500 Mitgliedern, theils Maklern theils Händlern eröffnet. In der Vereinigungsurkunde war bestimmt worden, dass die Regelung des Verkehrs einem jährlich am 25. März zu wählenden Vorstande, die Verwaltung der Gelder und die Instandhaltung des Gebäudes aber einer Be-

hörde von 9 Mitgliedern übertragen werden solle [217]). Seit jener Zeit sind die Statuten des Vereins nun mannigfach verändert und verbessert worden, aber der Grundkarakter der Organisation von 1802 ist gewahrt geblieben [218]). Die heutigen Rechtsverhältnisse des Instituts sind die folgenden.

Bei der Londoner Stock Exchange sind zwei besondere Körperschaften zu unterscheiden, die Gesellschaft der Aktieninhaber und der Verein der Börsenbesucher. Jene sind die Eigenthümer des Gebäudes, diese haben das Recht des Eintritts in dasselbe zur Verrichtung ihrer Geschäfte. Den Mitgliedern des ersten Verbandes steht als solchen die Börse nicht offen, obwohl sie ihnen eigenthümlich gehört. Auch thatsächlich fallen beide Körperschaften nicht zusammen; viele Aktieninhaber gehören nicht dem Börsenvereine an und umgekehrt schliesst dieser viele Personen in sich, die keine Aktien besitzen [219]). Die Eigenthümer des Gebäudes werden vertreten durch das von ihnen gewählte „Committee for management", die Genossen des zweiten Verbandes durch das von ihnen gewählte „Committee for general purposes"; ersteres zählt neun, letzteres 30 Mitglieder. Jenes hat die Höhe der Eintrittsgebühren für die Börsenbesucher zu bestimmen und die entrichteten Beträge an sich zu nehmen [220]). Jedes neu aufgenommene Mitglied hat eine einmalige Zahlung von 100, wenn es vorher Gehülfe eines Mitgliedes gewesen ist, von nur 60 Guineen zu leisten. Der Jahresbeitrag beläuft sich auf 20, resp. 12 Guineen [221]). Aus dem durch diese Einnahmen beschafften Fond hat das „Committee for management" die Börsenbeamten zu besolden, die es auch anstellt, mit Ausnahme des Sekretärs des „Committee for general purposes" [222]) und der beiden amtlichen Makler [223]), und die nöthigen Gelder für die Instandhaltung des Gebäudes zu entnehmen. Der übrig bleibende Rest ist der Gewinn der Aktiengesellschaft. Derselbe ist stets ein sehr beträchtlicher gewesen [224]). Das Verfügungsrecht der Eigenthümer über das Gebäude ist insoweit beschränkt, als dasselbe zu keinem anderen Zwecke, als dem es gegenwärtig dient, verwendet werden darf. Weiter hat das „Committee for management" mit den Angelegenheiten des Börsenvereins nichts zu schaffen. Die übrigen Interessen des letzteren werden wahrgenommen von dem „Committee for general purposes". Dieser eigenthümliche Dualismus in der Verfassung der Stock Exchange ist nun zwar nach den Aussagen der Zeugen der Lösung der der Börse sich darbietenden Aufgaben nicht hinderlich gewesen, aber die Gefahr einer Störung liegt in demselben unstreitig. Man hat desshalb vor Kurzem den Beschluss gefasst, die beiden Verbände und die beiden Komités zu verschmelzen. Die ursprünglich auf 400 sich belaufende Zahl der Aktien ist durch Theilung verzehnfacht, das von einem Aktieninhaber zu besitzende Maximum auf 10 Stück normirt und die

Bestimmung getroffen worden, dass künftig nur Mitglieder des Börsenvereins diese Papiere erwerben können[225]). — Im Folgenden haben wir nur den Verband der Geschäftsleute zu betrachten, der in der Regel auch allein als Stock Exchange bezeichnet zu werden pflegt.

I. Das Verhältniss der Staatsregierung zur Börse. —

Die Londoner Stock Exchange ist eine rein private Vereinigung, die von der Regierung nur in eben dem Masse abhängig ist wie jeder andere zu irgend einem Zwecke gebildete Verein. Sie besitzt die denkbar weitgehendste Autonomie, ihre Statuten sind ohne die Mitwirkung der staatlichen Behörden zu Stande gekommen und ohne ihre Zustimmung der Abänderung fähig. Ebensowenig steht denselben ein Aufsichtsrecht, wie es in Deutschland üblich ist, zu. Ein rechtliches Monopol geniesst die Londoner Fondsbörse nicht, wohl aber besitzt sie ein faktisches. An Versuchen, dasselbe zu beseitigen, hat es freilich nicht gefehlt, aber stets sind sie resultatlos gescheitert. Die Fondsmärkte, die sich neben ihr aufthaten, erfreuten sich sämmtlich nur eines sehr kurzen Daseins. Karakteristisch war ihnen allen, dass sie freien Zutritt gewährten und der Spekulation die Zügel schiessen liessen[226]).

II. Die Zusammensetzung des Börsenvorstandes. —

Der Verein wird repräsentirt durch das aus 30 Personen bestehende „Committee for general purposes“[227]). Wählbar in dasselbe sind nur diejenigen Mitglieder, welche mindestens fünf Jahre der Börse angehört haben[228]). Berücksichtigung finden nur die von wenigstens zwei Mitgliedern schriftlich empfohlenen Kandidaten. Die Amtsdauer des jeweiligen Vorstandes währt ein Jahr, das vom 25. März an läuft. Wiederwahl ist zulässig. Die alten Komitémitglieder haben vor neuen Kandidaten das Recht voraus, sich selbst zur Wahl präsentiren zu dürfen[229]). Die Vereinsgenossen stimmen in ihrer Eigenschaft als Genossen, nicht getrennt in besondere Gruppen, als Makler und Händler. Thatsächlich sind beide gleich stark vertreten[230]). Das Komité hat die Befugniss, einen der ihm Angehörigen wegen ungeziemenden Verhaltens auszustossen[231]), worauf die entstehende Lücke von dem Verein durch Neuwahl auszufüllen ist[232]). Der Vorstand tritt stets als Ganzes in Wirksamkeit[233]). Sonderausschüsse für die verschiedenen ihm obliegenden Funktionen sind als dauernde Institutionen nicht gebildet worden. Beschlussfähigkeit ist bei einer Zahl von sieben Mitgliedern vorhanden[234]). Der regelmässigen Zusammenkünfte giebt es in der Woche eine, Montags um ein Uhr; häufen sich die Geschäfte, so versammelt es sich, so oft es das Bedürfniss erfordert[235]).

III. Das Recht zum Börsenbesuch. —

Das Recht zum Börsenbesuch steht nur den Mitgliedern des Vereins und ihren Gehülfen zu. Was die Befähigung

zum Zutritt in den Verein anlangt, so sind die bezüglichen Regeln aus dem Wunsche, einen soliden Geschäftsverkehr zu sichern, hervorgegangen. Zu dem Ende ist die Zulassung an Bedingungen geknüpft, die einerseits gewisse Garantien eines besonnenen und anständigen Verhaltens im geschäftlichen Verkehre geben, andererseits den Verein als Ganzen wie den einzelnen Genossen in den Stand setzen sollen, den Kollegen in der Art und Weise seiner wirthschaftlichen Thätigkeit möglichst scharf zu kontroliren. Jede Aufnahme begehrende Persönlichkeit muss von drei Mitgliedern, die wenigstens vier Jahre dem Verein angehört und stets alle ihre Verpflichtungen erfüllt haben, empfohlen sein. Dieselben müssen sich zugleich bereit erklären, je bis zu 750 £ für ihren Schützling zu zahlen, falls derselbe innerhalb der nächsten zwei Jahre falliren sollte [236]). Hat einer der Empfehlenden für seine Bürgschaftsübernahme von dem Kandidaten eine Sicherheit in Geld oder Geldeswerth erlangt, so dehnt sich die Leistungspflicht aller drei auf drei Jahre aus. Mehr als einer darf überhaupt nicht Deckung empfangen haben, damit die Verbürgung als Vertrauenssache angesehen werden könne. Solche Deckungen sind übrigens sehr selten. In den Jahren 1873—77, in welchem Zeitraum einige hundert neue Mitglieder in den Verein eintraten, sind nur sechs derartige Fälle vorgekommen. Es ist weiter bestimmt worden, dass kein Vereinsgenosse gleichzeitig für mehr als drei neue Mitglieder verpflichtet sein darf [237]). Empfehlung seitens mehrerer Angehörigen derselben Firma gilt nur als eine einzige. Dasselbe ist der Fall, wenn von zwei sich verbürgenden Mitgliedern das eine der autorisirte Gehülfe des andern ist. Unzulässig ist die Empfehlung seitens eines Mitgliedes, wenn sie für seinen autorisirten Gehülfen erfolgt [238]). Wenn ein neues Mitglied einen seiner Bürgen wegen freiwilligen oder erzwungenen Ausscheidens desselben aus dem Vereine verliert, so hat es sich um einen Substituten zu bemühen und bleibt bis zur Gewinnung eines solchen von dem Zutritte zur Börse ausgeschlossen [239]). Die Natur der Bürgschaft als einer Vertrauensleistung hat zur Folge, dass das Mitglied, dem dieselbe zugewendet ist, ohne Zustimmung seiner Bürgen weder in eine Partnerschaft mit einer anderen Person eintreten [240]), noch einen autorisirten Gehülfen annehmen darf [241]).

Leichtere Aufnahmebedingungen bestehen für diejenigen, welche bereits 4 Jahre oder länger Gehülfen eines Mitgliedes gewesen sind. Sie bedürfen nur zweier Empfehlenden mit der Uebernahme einer Bürgschaft für je 500 £ auf 2 Jahre. Im Uebrigen aber sind die gleichen Regeln auch hier in Kraft [242]).

Die Fixirung der Verpflichtungssumme auf 750 £ rührt erst aus dem Jahre 1874 her. Früher waren die Anforderungen milder und zwar um so mehr, je weiter in der Vergangenheit

zurück. Bis 1821 war gar keine Verbürgung verlangt; in diesem Jahre wurde eine solche seitens zweier Mitglieder für je 250 £ auf 2 Jahre verfügt. 1827 wurde die Zahl der Bürgen auf 3 erhöht, die Verpflichtungssumme auf 300 £, 1872 letztere auf 500 £, 1874 auf 750 £; erstere blieb seitdem unverändert [243]).

Die Aufnahme eines Kandidaten ist noch an weitere Voraussetzungen geknüpft. Er muss, falls er einmal in einen Konkurs gerathen oder mit seinen Gläubigern einen Akkord eingegangen war, letzteren mindestens 33⅓ % ihrer Forderungen getilgt haben und es müssen seit Schluss des Konkurses resp. Erfüllung des Vergleichs mindestens zwei Jahre verflossen sein. Wer mehr als einmal in Konkurs gerathen ist oder akkordirt hat, soll nur nach völliger Befriedigung seiner Gläubiger wählbar sein [244]).

Wenn ein Mitglied die Verpflichtungen aus seinen Börsengeschäften nicht erfüllen kann oder anderweitig insolvent wird, so verliert es durch einfache Erklärung des Vorsitzenden, des Stellvertreters desselben oder zweier Mitglieder des Komités sofort seine Vereinszugehörigkeit und das Recht zum Eintritt in die Börse [245]). Wird gegen diese Verfügung Einsprache erhoben, so kann sie von dem Komité mit einfacher Majorität bestätigt werden [246]). Der Ausschluss eines Mitgliedes wegen Fallissement ist an der Börse bekannt zu machen und kann auch nach Ermessen des Komités dem weiteren Publikum mitgetheilt werden. Für einen aus der Stock Exchange gewiesenen Bankerotteur und mit einem solchen Geschäfte einzugehen, ist den Mitgliedern regelmässig verboten. Indess kann durch spezielle Erlaubniss des Vorstandes und der Gläubiger es ihm gestattet werden, durch einen Vereinsangehörigen auf der Börse sein Geschäft fortführen zu lassen [247]). Diese Erlaubniss pflegt stets ertheilt zu werden, wenn die Zahlungsunfähigkeit durch unverschuldete Begebenheiten veranlasst worden ist.

Für die Wiederaufnahme von Falliten gelten ähnliche Regeln wie für die Zulassung neuer Mitglieder. Sie müssen nämlich mindestens 33⅓ % ihrer Passiva aus eigenen Mitteln gedeckt haben [248]). Wird ein Restitutionsgesuch an den Vorstand gerichtet, so erhält ein Ausschuss von 3 Mitgliedern die Aufgabe, eine Untersuchung anzustellen über die Ursachen des Eintritts der Insolvenz, ob sie durch Unbesonnenheit und Unachtsamkeit hervorgerufen oder unerwartet und in unabwendbarer Weise über ihn hereingebrochen war, weiter über das Verhalten des Bittstellers nach dem Ausschluss von der Börse, ob es Leichtsinn und Unvorsichtigkeit oder Ernst und Ueberlegung aufweist, endlich über den Betrag, den er von seinen Schulden aus eigenen Mitteln getilgt hat [249]). Zu diesem Zwecke hat der Ausschuss sich in Verbindung zu setzen mit

den Gläubigern des Falliten und dem amtlichen Makler, der die Flüssigmachung und Vertheilung seiner Aktiva zu besorgen hatte. Das Ergebniss dieser Prüfung hat er dem Vorstande mitzutheilen, welcher alsdann auf Grund des vorgelegten Materials über die Genehmigung resp. Zurückweisung des Gesuchs entscheidet. Die Restituirten werden mit Ausnahme derjenigen, welche bereits vor ihrem Wiedereintritt alle ihre Schulden abgetragen haben, in 2 Klassen getheilt, 1) in solche, deren Fallissement Folge unverschuldeter Umstände gewesen ist, die keine Unredlichkeit begangen und keinen Statuten und Usancen zuwidergehandelt haben, 2) in solche, die es an der gebotenen Vorsicht haben fehlen lassen [250]). Bis vor Kurzem gab es noch eine dritte Klasse, in welche diejenigen eingereiht wurden, die in einer der beiden ersten nicht untergebracht werden konnten [251]). Der die Wiederaufnahme eines ehemaligen Mitgliedes aussprechende Beschluss wird durch 30tägigen Aushang an der Börse bekannt gemacht und gleichzeitig die Klasse angegeben, welcher er zugesellt worden ist, damit jeder Einzelne sich eine verlässliche Meinung über seine Vertrauenswürdigkeit bilden könne [252]).

Wessen Gesuch zurückgewiesen wird, hat ein Jahr zu warten, bis er eine neue Eingabe machen kann; wessen Gesuch zum zweiten Male zurückgewiesen wird, kann nur Restitution erlangen, wenn sich in einer besonders zu diesem Zwecke berufenen Sitzung des Komités eine Dreiviertelmajorität von mindestens 12 Anwesenden in jenem Sinne entscheidet [253]).

Neuer Bürgen bedürfen die wiederaufgenommenen Falliten nicht.

Von der Art und Weise, wie diese Regeln in der Praxis gehandhabt worden sind, mögen folgende Zahlen ein Bild geben. Von den 265 Falliten der Jahre 1867—1877 ist bis Ende 1877 105 wieder der Zutritt gewährt worden. 4 hatten bereits bei ihrem Wiedereintritt die Gläubiger voll befriedigt, 8 wurden der ersten Klasse, 78 der zweiten, 15 der dritten zugetheilt. Von den übrig bleibenden 160 hatten 149 noch kein Gesuch eingereicht, 10 hatten ablehnenden Bescheid erhalten, 1 war zurückgestellt worden [254]).

Die Thatsache, dass von den um Wiederaufnahme vorstellig gewordenen Falliten nur ungefähr 10 % ihren Wunsch nicht erfüllt sahen, könnte zu der Vermuthung Anlass geben, das Komité verfahre in dieser Angelegenheit nicht mit besonderer Strenge. Das würde indessen irrig sein. Es ist dagegen daran zu erinnern, dass die Regeln sowohl wie die Praxis den ehemaligen Mitgliedern bekannt sind und wegen des üblen Eindrucks, den die Verweigerung der nachgesuchten Restitution in den Meinungen der Interessenten hervorrufen muss, wie auch wegen der ihr folgenden nachtheiligen Rechtswirkung kaum Jemand die Bitte um Wiederzulassung wagen

wird, wenn er nicht ihrer Erfüllung sicher zu sein glaubt. Andererseits zeigt gerade das Verhältniss zwischen der Zahl der in die erste Klasse und der Zahl der in die zweite eingereihten Personen, wie wenig Bedenken der Vorstand trägt, die Interessen der Einzelnen hintanzusetzen, wo das Wohl der Gesammtheit der Vereinsmitglieder in Frage steht.

Die bisher erwähnten Vorschriften waren vornehmlich auf die Fernhaltung vertrauensunwürdiger Personen berechnet resp. soweit das nicht erreichbar schien, auf die Kennzeichnung dieser als solcher. Eine Reihe anderer Bestimmungen zielt darauf ab, die Kontrole über die Geschäftsführung des einzelnen aufgenommenen Mitgliedes und damit die Feststellung der Grenze zu erleichtern, bis zu welcher ihm Vertrauen geschenkt werden dürfe. Es soll nämlich Niemand zugelassen werden, der oder dessen Frau an einem anderen Geschäftszweige als dem Effektenhandel in selbstständiger Weise oder in Gehülfenstellung betheiligt ist oder an einem anderen Institute als der Stock Exchange denselben betreibt[255]). Ebenso soll derjenige ausgeschlossen bleiben, der mit einer Person, die nicht um Aufnahme in den Verein einkommt oder zurückgewiesen wird, associirt ist[256]). Tritt das eine oder andere Verhältniss bei Jemandem nach Erlangung der Mitgliedschaft ein, so ist Entfernung aus dem Verbande die Folge. Als Agent einer fremden Regierung oder Uebernehmer bei Erhebung von Anleihen, als Gründer oder Direktor einer Aktiengesellschaft zu fungiren, ist nicht verboten. Thatsächlich aber haben sich nur sehr wenige Mitglieder des Vereins mit diesen Dingen eingelassen[257]). Nicht verwehrt ist es den Mitgliedern ferner, mit aussen stehenden Personen Verträge über Effekten abzuschliessen. Der Makler muss selbstverständlich das Recht haben, von Kommittenten Aufträge entgegenzunehmen, aber auch darüber hinaus ist er befugt, ein Mandat durch Kontrahiren mit einem Nichtmitgliede zu erledigen; ebenso darf der Händler ohne Vermittelung des Maklers Papiere von Kapitalisten und Spekulanten kaufen und an sie verkaufen. Thatsächlich geschieht Beides auch in gewissem Umfange, besonders ist es unter den Maklern üblich, falls sie Ordres in nichtkurrenten Effekten auszuführen haben, sich mit Umgehung ihrer Vereinsgenossen an Fremde zu wenden, um günstigere Bedingungen zu erlangen, was zufälliger Weise auch der Fall sein kann[258]). Grosse Ausdehnung hat indess dieser Geschäftsverkehr mit Auswärtigen nicht gewonnen trotz der gegentheiligen Versicherungen einiger Zeugen vor der königlichen Untersuchungsbehörde, wie aus folgenden Zahlen erhellt[259]).

An der Londoner Börse haben von 1867—1877 161 Makler und 104 Händler fallirt, jene mit einem Gesammtbetrage der Passiva von 1 286 776 £, diese mit einem solchen von 405 445 £[260]). Wie bald näher auszuführen sein wird, werden

bei der Vertheilung der Aktiva neben den der Börse angehörenden auch die aussenstehenden Gläubiger zugelassen und zwar unter den gleichen Bedingungen wie erstere. Das war nun der Fall bei 54 jener 265 Falliten, 49 Maklern und 5 Händlern, die übrigen waren Fremden nicht verschuldet. Die Forderungen der auswärtigen Gläubiger an jene 54 Falliten beliefen sich im Ganzen auf 89 804 £, von welcher Summe 1456 £ auf die Händler, 88 348 £ auf die Makler entfielen[261]).

Also: Die Schulden von 161 falliten Maklern an Auswärtige betrugen zusammen 88 348 £, d. h. 6,9 % des Gesammtbetrages ihrer Passiva — 1 286 776 £; die Schulden von 104 falliten Händlern an Auswärtige betrugen zusammen 1456 £, d. h. 0,36 % des Gesammtbetrages ihrer Passiva — 405 445 £. Jene 6,9 % enthalten nun selbstverständlich den Betrag, mit welchem die Makler ihren Auftraggebern verschuldet waren. Die Grösse desselben lässt sich aus den vorliegenden Zahlen nicht erkennen, mithin auch nicht die Grösse des Schuldbetrages an Nichtauftraggeber, auf den es für uns hier allein ankommt. Klein wird der erstere jedenfalls nicht gewesen sein. Setzen wir ihn indess gleich Null, so stellt 6,9 % die Maximalgrenze dar, über welche der Schuldbetrag der Makler an die ausserhalb der Börse stehenden Personen, die nicht zugleich Auftraggeber waren, keinenfalls hinausgegangen ist. Unleugbar entspricht nun die Grösse der Schuldverhältnisse der Grösse des geschäftlichen Verkehrs. Wir werden demnach annehmen können, dass die geschäftlichen Beziehungen der 161 falliten Makler mit Fremden, abgesehen von den mandatarischen, keinenfalls mehr als 6,9 %, die geschäftlichen Beziehungen der 104 falliten Händler mit Fremden nur 0,36 % des Gesammtumfanges jener betragen haben. Was aber von der Gesammtzahl der falliten Makler und der falliten Händler gilt, muss nach den Regeln der Wahrscheinlichkeit auch von der Gesammtzahl der solvent gebliebenen Makler und der der solvent gebliebenen Händler gelten. So zeigt sich, dass der Effektenverkehr, soweit an ihm Mitglieder der Stock Exchange betheiligt sind, sich fast ganz innerhalb dieses Vereins abspielt.

In welchem Masse die oben dargelegten Bestimmungen der Erreichung des angegebenen Zweckes günstig sind, liegt auf der Hand. Wenn der Makler oder der Händler die Erlaubniss hätte, neben seinem Effektengeschäft sich noch in ausgedehnte bankiermässige Operationen einzulassen oder industrielle Unternehmungen anzulegen, so würde es den Vereinsmitgliedern unmöglich sein, ein verlässliches Urtheil sich zu bilden über seine Kreditwürdigkeit. Verluste, die in seinen andern schwer zu übersehenden Beschäftigungen ihn trafen, sei es unverschuldeter Weise, sei es in Folge unbesonnenen Verhaltens, könnten verderblich werden für diejenigen, die über Werthpapiere sich in Engagements mit ihm eingelassen

haben. Das Gleiche würde der Fall sein, wenn es ihm gestattet wäre, an dem Verkehr einer andern Fondsbörse theilzunehmen, wo seine von den Aussenstehenden gleichfalls schwer zu übersehenden Operationen möglicherweise einen grossen Umfang erreichen könnten. Im Interesse einer grösseren Verkehrssicherheit und Vertrauenswürdigkeit des Einzelnen wurden desshalb jene Verbote ausgesprochen. Wenn dieselben hingegen nicht ausgedehnt worden sind auf den Verkehr mit Nichtmitgliedern überhaupt, so ist der Grund darin zu finden, dass eine so weit gehende Beschränkung der Freiheit dem Einzelnen mehr Beschwerde und Belästigung als der Gesammtheit Vortheil zu bringen schien [262]).

Die Wirkungen der genannten Vorschriften erschöpfen sich aber nicht in der Sicherung eines soliden Verkehrs. Sie erstrecken sich viel weiter und ihre Bedeutung kann gar nicht überschätzt werden. Sie sind es, welche die Makler und Händler aus der Gesammtzahl der Geschäftstreibenden als eine besondere Gruppe herausheben und mit einem festen Bande umschlingen. Für die Mitglieder der Stock Exchange bildet die Zugehörigkeit zum Verein die Basis ihrer wirthschaftlichen Existenz. Ein Ausschluss aus dem Verbande beraubt sie derselben und versetzt sie in die Nothwendigkeit, eine neue sich zu gründen und zwar in der Regel wohl auf einem von ihnen bisher nicht bebauten Felde, um so mehr, als es den Mitgliedern verwehrt ist, ausser in dem bereits erwähnten Falle, mit Ausgewiesenen in geschäftliche Beziehungen zu treten. In diesen Vorschriften begründet sich die ausserordentliche, fast unwiderstehliche Macht des Vereinswillens gegenüber dem Einzelwillen. Sie sind es vor Allem, welche die Londoner Fondsbörse zu einem so ganz anderen Gebilde machen, als es ihre deutschen Schwesterinstitute sind.

Die Erfüllung all dieser erörterten Aufnahmebedingungen gewährt aber noch keinen Anspruch auf Erwerb der Mitgliedschaft. Vielmehr ist jeder Vereinsgenosse befugt, einen auf den Mangel ausreichender kaufmännischer Vorsicht oder Reellität gegründeten Widerspruch gegen die Wahl zu erheben [263]). Um jedem Interessenten die Möglichkeit hiezu zu gewähren, ist bestimmt worden, dass von dem Aufnahmegesuch eines neuen Kandidaten mindestens acht Tage [264]), von dem Restitutionsgesuch eines Falliten mindestens 21 Tage vor der Entscheidung über dasselbe dem Verein Kenntniss zu geben ist. Nur wenn der Fallite bereits sämmtliche Schulden bezahlt hat, kann das Komité hievon Abstand nehmen [265]). Die gegen die Zulassung erhobene Einsprache wird von dem Komité auf ihre Berechtigung geprüft und dabei insbesondere untersucht, ob die zu ihrer Begründung angeführten Thatsachen in Wirklichkeit vorliegen oder vorgelegen haben. Sonst aber geht der Vorstand aus eigener Initiative regelmässig nicht inquisitorisch

vor[266]); selbst behufs Konstatirung der oben erwähnten Voraussetzungen für den Erwerb der Mitgliedschaft begnügt er sich mit den Versicherungen der Empfehlenden und des Kandidaten selbst[267]). Er überträgt damit die Untersuchung auf die Ersteren. Nur wo es sich um die Restitution eines Falliten handelt, der ja keiner Empfehlung bedarf, nimmt er die Prüfung der Verhältnisse desselben mittelst eines Ausschusses selber vor.

Die Aufnahme als Mitglied erfolgt immer nur auf ein Jahr, das vom 25. März an läuft. Am Schlusse desselben hat Jeder sich einer Wiederwahl zu unterziehen[268]). Auch gegen eine solche kann Einsprache erhoben werden und es ist möglich, dass bei dieser Gelegenheit ein Angehöriger des Vereins seine Mitgliedschaft verliert[269]). Thatsächlich aber kommt das selten vor[270]), da jeder Genosse wegen ungeziemenden Verhaltens im Laufe des Jahres zu jeder Stunde aus dem Verbande ausgeschlossen werden kann. Von grösserer Wichtigkeit ist die Bestimmung über die Nothwendigkeit jährlicher Wiederwahl nur für die wieder zugelassenen Falliten, die ihre Schulden noch nicht voll getilgt haben. Diese werden nämlich in eine besondere Liste, die sogenannte „reserved list of defaulters", eingetragen[271]) und von Zeit zu Zeit, besonders aber kurz vor dem Akt der jährlichen Wiederwahl, von dem Komité an die noch unerfüllten Verbindlichkeiten erinnert. Indem man ihnen in dieser Weise die Gefahr eines geräuschlosen Ausschlusses aus dem Verbande vor die Augen rückt, übt man eine wirksame Pression auf sie aus, ihre Schulden zu tilgen. Bei alledem währt es oft sehr lange, bis alle Gläubiger befriedigt sind. Im März 1877 enthielt die „reserved list of defaulters" 72 Personen, von denen eine bereits in den vierziger Jahren fallirt hatte, zwölf in den fünfziger, siebzehn in den sechziger, zweiundvierzig in den siebziger Jahren. Die letzte Zahlung an die Gläubiger war bei acht Personen erfolgt in den fünfziger, bei sechzehn in den sechziger Jahren[272]).

Aufgenommen wird man in den Verein als Mitglied nicht als Makler oder Händler. Es ist dem freien Belieben des Einzelnen überlassen, welcher Gruppe er sich zuwenden will[273]). Eine Regelung des Zahlenverhältnisses zwischen Maklern und Händlern seitens des Vereins findet demnach nicht statt.

Endlich ist noch etwas zu erwähnen, das nicht als Voraussetzung für die Zulassung zur Börse gilt. Als ein Ueberbleibsel früherer weitergehender Befugnisse hat die Stadtbehörde von London noch heute das Recht denjenigen, welche daselbst Maklergeschäfte der einen oder anderen Art betreiben wollen, die dazu erforderliche Konzession zu ertheilen, welche indess ohne weitere Prüfung der Tauglichkeit des sich darum Bewerbenden zu gewähren ist. Wer ohne eine solche als Makler fungirt, hat eine Strafe von 100 £ zu zahlen. Der

Besitz einer solchen Lizenz ist nun nach den Vereinsregeln von den Maklern der Londoner Börse nicht verlangt[274]), thatsächlich haben sich diese aber sämmtlich damit versehen. Jene Behörde hat das weitere Recht, die Konzession einem Makler, wenn er sich Unredlichkeiten gegen den Auftraggeber und Betrug (felony and fraud) hat zu Schulden kommen lassen, zu entziehen. Würde eine solche Massregel wider ein Mitglied der Börse getroffen, so würde seine Zugehörigkeit zum Verein dadurch noch nicht berührt werden. Praktisch ist jene Befugniss der Londoner Stadtbehörde, soweit die Stock Exchange ins Spiel kommt, ganz bedeutungslos, da die letztere eine viel strengere Disziplin über ihre Mitglieder ausübt. Da der Vorstand der Börse und die Stadtbehörde in gar keiner Verbindung mit einander stehen, so kann letztere auch Personen die Lizenz ertheilen, die nicht Mitglieder der ersteren sind, und dieselbe solchen noch belassen, die bereits ausgewiesen sind. Thatsächlich giebt es auch solche der Stock Exchange nicht angehörende Effektenmakler[275]).

Ausser den Mitgliedern steht das Recht zum Besuch der Börse noch den Gehülfen (clerks) derselben zu, welche vom Vorstande zugelassen sind. Diese Zulassung ist von denselben Bedingungen abhängig gemacht wie die Aufnahme in den Verein selbst, nur dass hier die Minderjährigkeit nicht schadet, welche für den Erwerb der Mitgliedschaft ein Hinderniss bildet. Indess muss der zum Eintritt in die Börse berechtigte Gehülfe mindestens 17 Jahre zählen[276]). Ferner besteht hier wohl nicht das Erforderniss der Stellung von Bürgen, obwohl das in den Statuten nicht ausgesprochen ist. Die zugelassenen Gehülfen scheiden sich in zwei Klassen, die autorisirten und nichtautorisirten. Erstere dürfen ihre Prinzipale in allen Geschäftshandlungen ohne Spezialvollmacht der Art vertreten, dass diese durch ihre Kontrakte berechtigt und verpflichtet werden, letztere haben im Allgemeinen nur die Befugniss, ihren Prinzipalen zu assistiren und Botendienste zu verrichten[277]). Jene Autorisation kann nur demjenigen ertheilt werden, der mindestens 20 Jahre alt ist und bereits zwei Jahre auf der Börse als gemeiner Gehülfe fungirt hat[278]). Eine die Namen der autorisirten und ihrer Prinzipale enthaltende Liste wird an der Börse ausgehängt[279]). Wird ein autorisirter Gehülfe mit oder wider Willen seiner Stellung entkleidet, so ist dem Komité hievon sofort Anzeige zu machen, welches die eingetretene Veränderung zur allgemeinen Kenntniss bringt[280]). Die Zahl der zugelassenen Gehülfen ist eine sehr grosse. 1876 gab es deren 1236 auf 2009 Mitglieder[281]). Die Mehrzahl der gegenwärtig dem Verein Angehörenden hat längere oder kürzere Zeit in Diensten eines Maklers oder Händlers gestanden[282]). Uebrigens kann auch ein Mitglied des Vereins Gehülfe eines

Anderen sein[283]), was auch thatsächlich, wenn auch selten, vorkommt[284]).

IV. Die Kompetenzen des Börsenvorstandes. —

In den Händen des „Committee for general purposes" liegt die gesammte Machtfülle, welche der Verein als solcher überhaupt ausübt, mit der selbstverständlichen Ausnahme der Wahl dieser Behörde selbst. Ihre Funktionen sind dreierlei Art, gesetzgeberische, administrative, richterliche, d. h. die Festsetzung der Statuten, Aufstellung neuer und Abänderung resp. Aufhebung bestehender, die Anwendung derselben auf den Einzelfall, die Entscheidung von aus Fondsgeschäften herrührenden Rechtsstreitigkeiten, wenn beide Parteien Mitglieder sind, und, wenn die eine dem Vereine nicht angehört, falls diese darum ersucht[285]). Nach allen drei Richtungen hin ist das Komité unumschränkt und bezüglich keiner Massnahmen an die Zustimmung des Vereins gebunden. Sind die erlassenen Beschlüsse und vollzogenen Akte im Widerspruch mit den Meinungen und Wünschen der Majorität desselben, so ist eine Remedur erst möglich durch Kreirung eines neuen Vorstandes nach Ablauf seiner Amtsdauer. Faktisch ist indess eine dauernde Divergenz zwischen den Ansichten der Körperschaft und ihrer Vertretung sehr selten zu Tage getreten. In den letzten Jahren ist es nur einmal, 1876, vorgekommen, dass ein Theil der alten Komitémitglieder in die amtliche Stellung nicht wieder berufen worden ist. Der Grund waren disziplinarische Massregeln, die von der Mehrheit des Vereins als zu milde angesehen wurden[286]).

Bei der Ausübung ihrer verschiedenen Thätigkeiten ist die vorstehende Behörde befugt, jedes Mitglied des Vereins wie die zur Börse zugelassenen Gehülfen derselben vor sich zu laden und Auskunft von ihnen über jedweden Gegenstand zu begehren[287]).

Bezüglich der gesetzgeberischen Aufgaben ist in formeller Hinsicht zu bemerken, dass jeder derartige Beschluss des Komités erst Gültigkeit erlangt, wenn er in einer zweiten Sitzung des Komités bestätigt worden ist[288]). Von jeder proponirten Aenderung oder Ergänzung der Statuten ist jedem Komitémitgliede auf schriftlichem Wege rechtzeitig Kenntniss zu geben[289]). Der Beschluss selbst wird in beiden Sitzungen mit einfacher Majorität gefasst.

Die Verwaltungsgeschäfte des Vorstandes sind mancherlei Art und zum Theil schon erwähnt resp. ausführlich erläutert. Sie haben, um daran noch einmal zu erinnern, insbesondere die regelmässigen Liquidationstermine anzuberaumen, die Feststellung der täglichen und der Kompensationskurse zu überwachen, neue Mitglieder aufzunehmen, alte auszuschliessen und ehemalige zu restituiren. Die wichtigste Aufgabe neben diesen und überhaupt eine der interessantesten ist aber die Bestim-

mung des speziellen Liquidationstermins für neue Anleihe- und Aktiengesellschaftspapiere und die Aufnahme derselben in den offiziellen Kurszettel. Die darüber gegenwärtig in Kraft befindlichen Bestimmungen sind sehr zahlreich und bedürfen, um verstanden und richtig gewürdigt zu werden, mancher Erläuterungen. Die Wichtigkeit des Gegenstandes wird es indessen rechtfertigen, wenn wir uns hier einer gewissen Ausführlichkeit befleissigen [290]).

Prinzipiell ist jedes Anleihe- und Aktienunternehmen zweimal der Untersuchung seitens des Börsenkomités unterworfen: 1) wenn es sich handelt um die Festsetzung des speziellen Liquidationstermins und 2) wenn die Aufnahme der neuen Werthe in den offiziellen Kurszettel in Frage steht. Da aber beide Vergünstigungen in der Regel zu gleicher Zeit erbeten werden, so fallen meistens beide Prüfungen in eine zusammen, was freilich wegen der strengeren Anforderungen für das zweite Privileg nicht ausschliesst, dass dieses verweigert, das erste hingegen zugestanden wird [291]). Die Untersuchung selbst zerfällt in zwei Theile; der erste, der nur einen vorbereitenden Karakter trägt, wird angestellt von dem Sekretär der Aktien- und Anleiheabtheilung (Share and Loan Department); der zweite, der zur endgültigen Entscheidung führt, von dem Komité selbst. An jenen Beamten sind alle Gesuche zu richten und die erforderlichen Dokumente einzusenden. Derselbe hat Acht zu geben, ob alle nach den Börsenregeln verlangten Papiere eingegangen sind, und die Interessenten eventuell auf das Fehlende aufmerksam zu machen. Er hat darauf durch die Presse dem Publikum von dem Inhalt der Gesuche Nachricht zu geben, damit aus dessen Reihen etwaige Einsprache rechtzeitig erhoben werden kann. Diese hiezu dem Publikum wie den Vereinsmitgliedern zugestandene Frist beträgt bei Anleihen wenigstens drei, bei Aktiengesellschaften wenigstens acht Tage. Der Sekretär hat ferner in eine materielle Prüfung der eingereichten Papiere einzugehen und diejenigen Punkte zu bezeichnen, welche ihm einer näheren Kontrole werth zu sein scheinen. Die so durchmusterten Dokumente hat er dem Komité zu übergeben, das nach einer sehr sorgfältigen Untersuchung, die sich der Regel nach nicht auf die von dem Sekretär hervorgehobenen Punkte beschränkt, den Bescheid ertheilt, der von diesem den Bittstellern und den mit der Zusammenstellung des offiziellen Kurszettels betrauten Beamten mitzutheilen und in der Börse selbst durch Anschlag bekannt zu machen ist [292]).

Was nun die Form der einzureichenden Gesuche angeht, so müssen dieselben von einem Mitgliede der Börse, und zwar einem Makler, als Beauftragten und Vertreter der Anleiheagenten und Direktoren der Aktiengesellschaft, unterzeichnet sein, wenn sie überhaupt Berücksichtigung erfahren sollen. Es

ist einer der ersten Grundsätze des Börsenkomités, nur bezüglich solcher Angelegenheiten in Thätigkeit zu treten, die von einem Mitgliede zu den seinigen gemacht sind oder die es in irgend einer sonstigen Weise betreffen. So auch hier. Den Makler, der das Gesuch unterzeichnet hat, ruft es vor seine Schranken, wenn es über diesen oder jenen Punkt Aufklärung wünscht; mit den Agenten und Direktoren tritt es in gar keine unmittelbare Berührung [293]).

Diese Praxis entspricht zunächst der rechtlichen Natur der Börse als eines Privatvereins; sie dient aber auch den materiellen Interessen der Börse und des Publikums. Strafgewalt steht der Stock Exchange nur zu über ihre Mitglieder. Ist es den Agenten einer fremden Regierung oder den Direktoren einer Gesellschaft geglückt, das Komité zu täuschen und seine Vorschriften zu umgehen, so vermag dasselbe Nichts gegen die Betrüger. Nur die ordentlichen Gerichte des Landes können möglichenfalls gegen diese Personen einschreiten. Das einzige Mittel, zu dem jenes greifen könnte, die Staatspapiere oder Aktien in der offiziellen Kursliste wieder zu streichen, ist nicht immer empfehlenswerth, weil hiedurch die unschuldigen Besitzer der Effekten vielleicht härter getroffen werden als die Agenten und Direktoren. Anders wenn ein Makler zum Mitschuldigen an der Unredlichkeit geworden oder durch seine Sorglosigkeit sie ermöglicht hat. Er unterliegt der Disziplin, welche der Vorstand über die Mitglieder des Vereins übt, und vermag sich seinem Urtheilsspruche als Vereinsmitglied nicht zu entziehen.

In der That sind denn auch den vertretenden Maklern gewisse Pflichten auferlegt worden. Sie werden gewarnt, eine Aktiengesellschaft zu vertreten, ohne eine sorgfältige Untersuchung über die lautere oder unlautere Natur der Zwecke des neuen Unternehmens, über den Karakter der Gründer, der Direktoren, der Konzessionäre und all derjenigen Personen, die mit dieser Schöpfung in Verbindung stehen, angestellt zu haben. Wer diese Warnung ausser Acht lässt, soll bestraft werden, wie es dem Komité im einzelnen Falle billig erscheint; also möglicherweise mit dauernder Ausschliessung aus dem Verein [294]). Die diese Bestimmung enthaltende Regel fasst nur die Aktiengesellschaften ins Auge, weil bei der Errichtung dieser Unternehmungen Unredlichkeit und Betrug besonders hervorgetreten sind. Allein es unterliegt keinem Zweifel, dass diese Vorschrift auch bei Anleihen in Anwendung träte, wenn die Schuld eines Maklers nachgewiesen wäre. Hiedurch aber ist erreicht, dass die von dem Komité angestellte amtliche Untersuchung ergänzt und unterstützt wird durch eine private Prüfung, die in vielen Fällen um so tiefer dringen und zu um so klareren Resultaten führen wird, als der zur Vertretung auserkorene Makler mit seinen Auftraggebern schon längere

Zeit in geschäftlicher Verbindung gestanden, ein Urtheil über dieselben sich bereits gebildet haben und auch hinsichtlich einer neuen Prüfung in besserer Lage sein wird als der mit Geschäften überhäufte Börsenvorstand.

Die Gesuche um offizielle Anerkennung neuer Werthe pflegen ausser der Unterschrift des vertretenden Maklers noch die Namen anderer Börsenmitglieder, Makler und Händler, zu enthalten. Obwohl solche Unterzeichnungen in den Statuten der Börse nicht verlangt sind, sind sie doch so zur Regel geworden, dass das Komité, wo sie fehlen sollten, zaudern würde, dem Gesuche zu entsprechen. Diese Namen geben nämlich dem Börsenvorstande die Gewissheit, dass ausser den Agenten und Gründern noch andere Personen, Vereinsmitglieder und das aussenstehende Publikum, ein Interesse an der Gewährung der Privilegien haben, dass Engagements eingegangen sind, die ihrer Erledigung harren. Und nur im Interesse der Börse und des Publikums will das Komité seine Vergünstigungen ertheilen [295]).

Was nun die Erfordernisse in materieller Hinsicht angeht, so sind dieselben andere bei den Anleihen als bei den Aktiengesellschaften.

Bei ersteren ist die Bewilligung des speziellen Liquidationstermins von der Erfüllung folgender Bedingungen abhängig gemacht.

1) Es muss dem Börsenvorstande der Beweis geführt sein, dass auf gesetzmässigem Wege die Erhebung einer Anleihe beschlossen, dass der emittirenden Firma die Ermächtigung ertheilt worden ist, die Anleihe in dem im Prospekte angegebenen Betrage, zu dem festgesetzten Kurse und unter den weiteren öffentlich bekannt gegebenen Bedingungen zur Subskription aufzulegen. Bei der Prüfung dieser beiden Punkte verfährt das Komité nach dem Grundsatze der denkbar freiesten Beweiswürdigung. Bezüglich des ersteren verlangt es bald eine notariell beglaubigte Abschrift des Gesetzes, welches die Erhebung einer Anleihe verfügt, bald nur eine gewöhnliche Kopie, bald hält es die bezügliche Notiz in einem Zeitungsblatte für ausreichend. Bezüglich des zweiten verlangt es ein Dokument über die den Agenten der Regierung ertheilte Ermächtigung zur Emission der Anleihe und Entgegennahme von Subskriptionen und eine von dem Emittenten bestätigte Abschrift des veröffentlichten Prospekts. Stets aber geht es gerade bei der Untersuchung dieses Gegenstandes mit grosser Sorgfalt zu Werke und mehrmals hat es sich veranlasst gesehen, wegen nicht hinreichend klar gelegter Kompetenz der emittirenden Firma den Liquidationstermin zu verweigern resp. nur unter Einschränkungen zuzugestehen [296]).

Dieses Schicksal traf u. A. eine Anleihe der Republik Peru. Der ausgegebene Prospekt hatte ein Anlehen von 36

Millionen Pfund Sterling angekündigt. Bei der seitens des Börsenvorstandes angestellten Prüfung ergab sich aber, dass eine gesetzliche Ermächtigung nur betreffs eines Betrages von 15 Millionen vorlag; für den Ueberschuss von 21 Millionen existirte nur ein einfaches Dekret des Präsidenten der Republik. Zwar wurde dem Komité die Versicherung gegeben, auch ein solches sei nach peruanischem Staatsrechte ausreichend, indess es erklärte, wenn behufs der 15 Millionen die Genehmigung des gesetzgebenden Körpers eingeholt sei, so verlange es den Nachweis derselben auch für die weiteren 21 Millionen und da es keinen weiteren Aufschluss über die dunkle Angelegenheit erhielt, so gewährte es den Liquidationstermin nur für den ersten Theil[297]). Dieser Beschluss hatte aber folgende praktische Bedeutung. Bekanntlich pflegen die einzelnen Bonds mit fortlaufenden Nummern versehen zu sein. Wäre beispielshalber die peruanische Anleihe in Appoints zu 100 £ ausgegeben worden, so würden dieselben die Nummern 1 bis 150 000 geführt haben. Jene Bestimmung besagte nun, dass die Lieferung eines Bonds mit einer Nummer über 150 000 nicht als gültige Erfüllung eines über peruanische Staatsobligationen abgeschlossenen Geschäfts angesehen werde[298]). Eine weitere praktische Folge jenes Beschlusses aber war, dass nach erfolgter Genehmigung der Aufnahme in die offizielle Kursliste, in derselben der Betrag der autorisirten Ausgabe (authorised issue) der peruanischen Anleihe auf nur 15 Millionen angegeben wurde.

2) Es darf kein Betrug (fraud) bei der Emission der Anleihe vorgekommen sein[299]). An die Untersuchung dieses Punktes tritt das Komité nicht aus eigener Initiative, wie an die des vorigen, sondern erst nach Aufforderung Dritter. Es muss von Seiten eines Börsenmitgliedes oder aus den Reihen des Publikums ein auf einen näher bezeichneten Betrug gegründeter Einspruch gegen die Gewährung des Liquidationstermins erhoben sein. Bleibt ein solcher aus, so sieht das Komité dieses zweite Erforderniss als erfüllt an.

Was ist nun aber fraud? Die Antwort hierauf lässt sich desshalb schwer geben, weil unsere Quellen keinen Fall enthalten, wo mit Berufung auf diese Voraussetzung das Gesuch zurückgewiesen wurde[300]). Nun theilen sie deren zwar mit von Aktiengesellschaften. So wurde bei der Australian Steam Navigation Comp. der „fraud“ in dem Versuche gesehen, die Verkäufer der Papiere in einen „corner“ zu locken. Es scheint demnach der Begriff „fraud“ eine derartige Manipulation jedenfalls einzuschliessen. Im Uebrigen aber lässt er sich nur negativ bestimmen. Es fällt insbesondere nicht darunter der Rückkauf der Papiere vor der Zutheilung, nicht eine falsche Angabe über den Reichthum des Landes.

3) Die Zutheilung der Obligationen an das Publikum muss bereits erfolgt sein und der Betrag, bis zu welchem dies geschehen, dem Komité mitgetheilt werden [301]).

4) Die Scrips, d. h. die Quittungsscheine über die Theileinzahlungen, müssen bereits fertig gestellt sein zur Aushändigung an die Berechtigten [302]).

Diese beiden Erfordernisse sind selbstverständlich. Ehe nicht entschieden ist, wieviel Stücke dem einzelnen Zeichner zugetheilt werden sollen und ehe nicht die Scrips übergeben werden können, ist eine Abwickelung der Geschäfte nicht möglich, weil das zu liefernde Objekt nicht vorhanden wäre. Betreffs des Vorhandenseins dieser Voraussetzung tritt aber das Komité in keine in die Sache selbst eindringende Untersuchung, sondern begnügte sich bis vor Kurzem mit der einfachen schriftlichen Versicherung des Emittenten, dass den Bedingungen entsprochen sei. Diese Erklärung ist aber nicht immer im Einklang mit der Wahrheit abgegeben worden, weil die Emittenten und die fremden Regierungen ein gewisses Interesse daran haben, dem Publikum möglichst bald von der Erlangung des speziellen Liquidationstermins Kenntniss zu geben. Zu wiederholten Malen hat sich der Börsenvorstand desshalb genöthigt gesehen, das Einkaufsverfahren, das sonst hätte in Kraft treten müssen, als nutzlos aufzuheben. In jüngster Zeit ist nun die Bestimmung erlassen worden, dass die betreffenden Angaben durch eine statutarische Erklärung (statutory declaration), welche zivilrechtliche und kriminalrechtliche Haftung begründen kann, bekräftigt werden müssen [303]).

Alle diese Erfordernisse bezogen sich auf Verhältnisse der gerade in Frage stehenden neuen Anleihe. An ihre Seite tritt noch ein fünftes anders geartetes, das in praktischer Hinsicht sich als das wichtigste herausgestellt hat. Es soll nämlich der spezielle Liquidationstermin verweigert werden, wenn die kontrahirende Regierung früher eingegangene Verbindlichkeiten nicht erfüllt hat, es sei denn, dass die alten Gläubiger sich durch dieses oder jenes Arrangement für vollauf befriedigt erklären [304]). Diesen Grundsatz anzuwenden, hat der Vorstand sehr häufig Gelegenheit gehabt und stets hat sich die fremde Regierung genöthigt gesehen, ihre alte Schuld zu tilgen. Es sei uns gestattet, einige Beispiele vorzuführen.

Vor einer Reihe von Jahren hörte die spanische Regierung plötzlich auf, die Kupons eines Theiles ihrer bisherigen in England kontrahirten Schuld einzulösen. Die Inhaber der spanischen Obligationen erwählten alsdann einen Ausschuss zur Anfertigung und Unterzeichnung von Zertifikaten, welche den auf die einzelnen Bonds fälligen Zinsbetrag repräsentiren sollten. Diese Zertifikate gingen im Börsenverkehr wie die Bonds selbst von Hand zu Hand. Als im Jahre 1870 die spanische Regierung nun eine neue Anleihe aufnahm, erhob jener

Ausschuss gegen die Gewährung des speziellen Liquidationstermins Einspruch. Das Börsenkomité fand denselben berechtigt, wies das Gesuch der Agenten der Regierung zurück und zwang dadurch die letztere, diese gar nicht von ihr ausgestellten und unterzeichneten Zertifikate einzulösen, was dadurch geschah, dass sie den Inhabern derselben Bonds der neuen Anleihe gab. Als darauf der Ausschuss seinen Einspruch zurückzog, erfolgte die Anberaumung des Liquidationstermins [305]).

Im Jahre 1870 hatte die Regierung der Republik Costa Rica in London eine Anleihe durch ihren Agenten, die Firma Bischofsheim - Goldschmidt, aufnehmen lassen. Sie hatte sich verpflichtet, an letztere allmonatlich eine gewisse Geldsumme zu senden, welche von ihr zum grösseren Theil zu Zins- und Kapitalrückzahlungen verwendet, zum kleineren als Provision zurückbehalten werden sollte. In Folge eines im Anfang des Jahres 1872 zwischen beiden ausgebrochenen Zwistes hörten aber plötzlich die Geldsendungen auf. Noch in demselben Jahre musste indess die Regierung eine zweite Anleihe in London erheben lassen. Die genannte Firma legte sofort bei dem Komité der Stock Exchange Protest ein, dieser wurde als gerechtfertigt anerkannt und die Regierung der Republik musste den Uebernehmern der neuen Anleihe den Auftrag geben, der Firma die ihr gebührenden Summen zu überweisen [306]).

Aehnliche Erfolge hat die Londoner Börse Russland und Oesterreich gegenüber errungen, die gleichfalls den eingegangenen Verbindlichkeiten nicht getreulich nachgekommen waren, u. A. den Tilgungsfond für die kontrahirte Schuld in ungehöriger Weise angegriffen hatten [307]).

Die ganze Bedeutung dieser Praxis der Londoner Börse vermag man aber erst zu ermessen, wenn man erfährt, dass in den meisten Fällen dieser Art von Seiten der englischen Regierung der fremden vertragsbrüchigen die dringendsten Vorstellungen gemacht worden, die englischen Gläubiger zu befriedigen, aber regelmässig fruchtlos geblieben waren. Sobald aber die schuldnerischen Staaten einer neuen Anleihe halber sich an das kapitalreiche England wenden mussten, ist es der Stock Exchange mit ihren Waffen stets gelungen, dieselben zur Demüthigung zu zwingen. Der Grund dieser auf den ersten Blick vielleicht befremdlichen Erscheinung aber liegt darin, dass die offizielle Anerkennung neuer Werthe seitens des Börsenkomités vom Publikum als eine Garantie für die Solidität angesehen wird und eine Versagung derselben desshalb eine Schädigung des Kredits derjenigen Regierung nach sich zieht, deren Obligationen hiervon betroffen werden [308]).

Handelt es sich um die Aufnahme einer Anleihe in die offizielle Kursliste, so sind noch eine Reihe weiterer Erfordernisse zu erfüllen.

Die Anleihe muss zunächst öffentlich angekündigt sein,

d. h. der Art, dass rechtlich Jeder in der Lage war, einen Betrag zu zeichnen, und sie muss an das Publikum abgegeben sein[309]). Da nämlich den in der offiziellen Kursliste aufgeführten Papieren ein grösseres Vertrauen entgegengebracht wird als den in derselben nicht sich findenden, so liegt der Gedanke nahe, eines besseren Erfolges halber den gesammten Betrag der Anleihe einer kleinen Gruppe von Finanziers zuzutheilen und sie nach Erlangung der offiziellen Kotirung versuchen zu lassen, die Obligationen auf dem üblichen Verkehrswege an weitere Kreise zu verkaufen. Einem solchen Verfahren will die Stock Exchange nun entgegentreten, indem sie die Aufnahme in die Kursliste hinausschiebt, bis die Anleihe auf irgend eine Weise unter das Publikum gelangt ist. Ob das geschehen ist durch direkten Bezug der Papiere von der emittirenden Firma nach erfolgter Subkription oder indirekt durch Kauf von Anderen, ist ihr gleichgültig. Gegen das Dazwischentreten einer kleinen Zahl von Geschäftsleuten hat sie an und für sich Nichts. Aber wann nimmt das Komité an, dass die Obligationen in die Hände des Publikums gelangt seien? Eine Regel, welche hier bestimmte Merkmale festsetzte, existirt nicht. Aus der Praxis scheint sich zu ergeben, dass die Anleihe als in den Händen des Publikums befindlich gilt, wenn sie zum grösseren Theile von unabhängig von einander vorgegangenen Personen, nicht, wenn sie von einer gemeinschaftlich operirenden Klique erworben worden ist. Auf die Zahl der Besitzer kommt es ersteren Falls erst in zweiter Linie an; die Grenze ist bald weiter, bald enger gezogen worden[310]).

Abgelehnt wurde aus diesem Grunde das Gesuch um offizielle Kotirung, z. B. im Falle der 1868 aufgenommenen Massachusettsanleihe, deren ganzen Betrag die emittirende Firma sich selbst zutheilte. Erst als ungefähr sechs Monate darauf die Bitte erneuert und die Zusicherung gegeben wurde, dass die Anleihe im Besitze des Publikums sei, wurde die Vergünstigung gewährt[311]). Aehnlich war der Verlauf im Falle der City of London, Ontario and Canada-Anleihe, von deren nur über 99 000 £ lautendem Betrage einige Mitglieder der Stock Exchange 88 000 £ genommen hatten[312]). Da übrigens das Komité dieses Erforderniss für erfüllt erachtet, wenn ihm der Prospekt oder eine sonstige öffentliche Ankündigung der Erhebung der Anleihe und die ausdrückliche Zusicherung der emittirenden Firma überbracht wird, so ist es hierin mehrmals getäuscht worden.

In manchen Fällen gelingt es nicht, den ganzen im Prospekt proponirten Betrag abzugeben. So wurden z. B. von der im Jahre 1873 angekündigten egyptischen Anleihe von 23 Millionen Pfund Sterling, von welchen freilich nur 8 Millionen auf den Londoner Markt gebracht wurden, hierselbst nicht

mehr als 912 000 £ gezeichnet[313]). An einem solchen theilweisen Misslingen des Projekts nimmt der Börsenvorstand zwar keinen Anstoss, wenn die Aufnahme der Anleihe in die amtliche Kursliste in Frage steht, aber wenn er dieselbe zulässt, so setzt er in die Liste neben den Betrag, der ausgegeben werden durfte und sollte, den wirklich emittirten Theil, so dass jeder Fondsinhaber und jeder andere Kapitalist und Spekulant in der Lage ist, zu beurtheilen, welche Aufnahme das Anerbieten der Regierung gefunden und welche Geldsumme dieselbe aus der Anleihe in Wirklichkeit erzielt hat[314]). Die Kenntniss hievon aber ist sehr werthvoll. Sie wird Manchen abhalten, die neuen Werthe zu kaufen, der sonst vertrauensvoll darin seine Ersparnisse angelegt hätte. Sie ist von ganz besonderer Wichtigkeit da, wo das Erträgniss der Anleihe zur Ausführung wirthschaftlicher Unternehmungen, beispielshalber zum Bau einer Eisenbahn verwendet werden sollte und der aus dem wirklich ausgegebenen Betrage erzielte Erlös zur Erreichung dieses Zweckes nicht gross genug ist. Denn wenn auch der Kapitalist mit Recht die Sicherheit einer Anlage in Staatspapieren beurtheilt nach der allgemeinen finanziellen Lage des Staates, so kann dieselbe doch, wenigstens bei einem kleineren, sehr wesentlich durch das Gelingen oder Misslingen einer grossen wirthschaftlichen Unternehmung beeinflusst werden. Ja in einigen Fällen, so bei der Aufnahme der Hondurasanleihen ist es vorgekommen, dass man erst von der Herstellung der projektirten Eisenbahn einen wirthschaftlichen Aufschwung des Landes und eine Besserung der Finanzen erwartet hat[315]).

Noch nach einer anderen Richtung kann jene Kenntniss sich vortheilhaft erweisen. Bekanntlich wird der Werth eines Effekts u. A. auch bestimmt durch die Zahl der davon vorhandenen Stücke. Ist vielleicht zunächst nur die Hälfte des im Prospekt angebotenen Betrages untergebracht und wird später erst der Rest abgegeben, so kann die Folge dieser weiteren Emission ein Sinken des Kurses sein, eine Veränderung, deren besondere Ursache der von dem anfänglich unemittirt gebliebenen Betrage nichts wissende Kapitalist und Spekulant unmöglich in seine Berechnungen ziehen konnte[316]).

Die Sitte, die Höhe des wirklich zugetheilten Betrages in der Kursliste zu vermerken, existirt übrigens erst seit dem Jahre 1875; das Komité der Stock Exchange hat sie sich angeeignet auf die ausdrückliche Empfehlung der Parlamentskommission hin.

Ist es einer Regierung nicht gelungen, mit einem Male den ganzen projektirten Betrag zu emittiren, so pflegt sie den zurückbehaltenen Rest nach einem gewissen Zeitraume, wenn sie günstigere Aussichten zu haben glaubt, von Neuem auf den Markt zu bringen. Glückt es ihr jetzt, denselben ganz oder

theilweise an das Publikum abzugeben, so wird auf ihr Gesuch die Notiz in dem Kursblatte dem entsprechend geändert. Indess darf der zweite Theil der Anleihe nicht zu einem niedrigeren Kurse aufgelegt sein als der erste, weil dadurch der Kurswerth dieses Theiles ungebührlich gedrückt würde [317]).

In den meisten Fällen wird die Aufnahme in die offizielle Kursliste genehmigt, wenn erst Scrips, noch nicht aber die Bonds übergeben sind. Ist der Zeitpunkt herangerückt, wo diese den Gläubigern eingehändigt werden sollen, so muss ein Bond dem Komité zur Besichtigung vorgelegt werden. Die Börsenstatuten verlangen, dass in demselben der Betrag der Anleihe, die wesentlichen Bedingungen, unter denen sie kontrahirt, die Vollmacht, auf welche hin sie erhoben wurde, die Zahl und die Bezeichnung der ausgegebenen Bonds vermerkt werden und dass er die eigenhändige Unterschrift des Uebernehmers der Anleihe oder des Agenten enthalte, damit der Gläubiger stets über das Rechtsverhältniss, in dem er zur fremden Regierung steht, im Klaren sei und die Firma kenne, welche die Kupons einzulösen und Aufschlüsse der einen oder anderen Art zu geben hat [318]).

Alle die erwähnten Vorschriften beziehen sich auf Anleihen, auf welche die Zins- und Kapitalrückzahlungen in England stattzufinden haben. Für solche Anleihen, bei denen dies anderwärts der Fall sein soll, bestehen mildere Bestimmungen. Die offizielle Kotirung wird gewährt, wenn in genügender Weise der ausgebrachte Betrag nachgewiesen ist und wenn die Kurse des neuen Papiers in dem Lande offiziell notirt werden, wo die Anleihe emittirt wurde [319]). Nur bleibt dieses Privileg da versagt, auch nach Wiederherstellung des Friedens, wo die Schuld von einer Macht kontrahirt ist, während sie sich im Kriege mit Grossbritannien befand [320]). Diese letztere Regel ist zur Zeit des Krimkrieges erlassen worden und war gegen Russland gerichtet.

Die an die Aktiengesellschaften gestellten Erfordernisse gehen sehr viel weiter als die für die Anleihen gültigen. Handelt es sich um die Gewährung des speziellen Liquidationstermins, so müssen folgende Bedingungen erfüllt sein.

1) Die Gesellschaft muss rechtsgültig zu Stande gekommen sein. Zur Klarstellung dessen ist verlangt die Einreichung zweier Abschriften des Gesellschaftsvertrages, der Statuten der Gesellschaft, des Zertifikats des Registeramts über die erfolgte Verleihung der Korporationsrechte und, falls dieselbe durch ein Spezialgesetz ausgesprochen, zweier Abschriften dieses letzteren. Diese Prüfung entspricht der des Kompetenzpunktes bei den Anleihen [321]).

2) Es darf kein Betrug vorgekommen sein [322]). Bezüglich dieser Materien besteht ein wesentlicher Unterschied zwischen Anleihen und Aktiengesellschaften. Bei letzteren geht das

Komité aus eigener Initiative nach gewissen Richtungen inquisitorisch vor, bei ersteren wartet es stets eine Anregung von aussen ab. Es ist nicht selten vorgekommen, dass die Gründer einer Aktiengesellschaft von Strohmännern den erforderlichen Betrag haben zeichnen und die nöthigen Einzahlungen zum Schein haben machen lassen. Der Zweck hiebei war, die neuen Werthe, die auf dem regulären Wege in Folge mangelnden Vertrauens in den Reihen der Kapitalisten vielleicht nicht abgesetzt worden wären, nach Erlangung der offiziellen Anerkennung an die dadurch von ihren Zweifeln befreite Menge allmählich zu verkaufen. Früher begnügte sich das Komité mit der Zusicherung seitens des Vorsitzenden im Direktorium der Gesellschaft, dass der erforderliche Betrag gezeichnet, zugetheilt und die Einzahlungen in der verlangten Höhe von den Subskribenten geleistet seien. Seitdem aber mehrere skandalöse Fälle der beschriebenen Art bekannt geworden sind, sucht es sich selbst von der bona fides der Zeichnungen und Einzahlungen zu überzeugen. Hierzu verlangt es die Vorlegung von folgenden Schriftstücken:

a) Die sämmtlichen Briefe, in denen um Zutheilung von Aktien nachgesucht worden ist;

b) das Zutheilungsbuch (allotment book), welches eine Liste der Subskribenten, die von Jedem gezeichnete und die Jedem zugetheilte Summe enthalten und von dem vorsitzenden Direktor und dem Sekretär der Gesellschaft unterzeichnet sein muss;

c) die Abschriften von den Briefen, in welchen den Subskribenten von der erfolgten Zutheilung Nachricht gegeben worden ist;

d) ein durch statutarische Erklärung des vorsitzenden Direktors und des Sekretärs der Gesellschaft bekräftigtes Zertifikat über folgende Punkte:

α) die Zahl der seitens des Publikums nachgesuchten Aktien;

β) die Zahl der bedingungslos dem Publikum zugetheilten Aktien, den Betrag der bis zum Tage der Zutheilung inkl. erfolgten Einzahlungen und eine Erklärung, dass über diese Summen von der Gesellschaft frei verfügt werden könne;

γ) die Zahl der Aktien, die genommen wurden von Konzessionären, die ihre Konzession, von Besitzern, die ihre Besitzungen, z. B. Grundstücke an die Gesellschaft verkauft haben, von Unternehmern, die sich der Gesellschaft zur Ausführung gewisser Werke, z. B. Eisenbahnbauten, verpflichtet haben, und anderen Personen, die in ähnlicher Weise an dem Zustandekommen der Gesellschaft interessirt und als nicht zum Publikum gehörig anzusehen sind;

δ) die Zahl der Aktien, die unter gewissen Bedingungen, z. B. sie binnen einer gewissen Frist nicht wieder zu verkaufen, zugetheilt werden sollten;

ε) ein einfaches Zertifikat ohne statutarische Erklärung von dem Bankier der Gesellschaft über den Betrag der von ihm empfangenen Depositen und die Zahl der Aktien, auf welche er die Einzahlungen empfangen hat;

ζ) das Buch des Bankiers (pass book), in welchem die ad ε) erwähnten Einnahmen vermerkt sind [323]).

Die Untersuchung selbst wird von dem Komité mit der peinlichsten Sorgfalt angestellt. Es wird geprüft, ob die Namen derjenigen, die bei dem Bankhause der Gesellschaft Einzahlungen gemacht haben, übereinstimmen mit den Namen derjenigen, die in dem Zutheilungsbuche als bei der Zutheilung Berücksichtigte aufgeführt sind, ferner ob die Namen dieser übereinstimmen mit den aus den Originalbriefen zu ersehenden Namen derer, welche um Aktien sich beworben haben. Zeigt sich hier eine Inkongruenz und erlangt das Komité keine befriedigende Aufklärung, so wird der spezielle Liquidationstermin verweigert. Mit besonderer Aufmerksamkeit wird aber darauf geachtet, ob etwa mehr Aktien bedingungslos abgegeben sind, als in dem Prospekte in Aussicht gestellt wurde, weil dies ein beliebtes Mittel ist, durch Beschränkung der Zahl der auf dem freien Markte befindlichen Aktien den „corner" zu erleichtern [324]).

Uebrigens ist das Komité trotz aller Vorsicht mehrmals getäuscht worden, so z. B. bei der uns schon bekannten Eupion Gas Company. Nach dem im Anfang des Jahres 1874 veröffentlichten Prospekte, der zur Subskription auf dieses Unternehmen einlud, sollten 50 000 Aktien über einen Betrag von je 1 £ lautend ausgegeben, 10 s. bei der Bewerbung und die weiteren 10 s. bei der Zutheilung entrichtet, 15 000 Stück von jener Zahl aber für die Konzessionäre reservirt werden. Der eigentliche Urheber der neuen Schöpfung bewog nun eine Zahl von Dienern, Krämern und sonstigen guten Freunden in besserer Stellung, den vollen Betrag von 35 000 Aktien zu zeichnen, zugleich aber durch Blankozession (blank transfers) das Recht auf dieselben auf ihn zu übertragen. Trotz der bald erfolgten Zutheilung dieser Summe an die Bewerber war daher dennoch keine einzige Aktie an das Publikum abgegeben worden, alle ohne Ausnahme befanden sich in den Händen von Mr. Aspinall. Der Vorstand der Stock Exchange war nicht im Stande, die wahre Sachlage zu entdecken. Die Subskriptionsliste in dem Zutheilungsbuche enthielt die Namen derer, die Aktien erbeten hatten, diese Namen stimmten überein mit den in den Originalbriefen enthaltenen und den in dem Buche der National Bank, dem Bankhause der Gesellschaft, aufgeführten, von dem Akte der Zession aber war nichts gesagt worden. Auch bei der Charles Lafitte Company und der Peruvian Railway Company, die beide im Jahre

1865 gegründet wurden, ist dieses Täuschungsmittel angewendet worden.

Ebenso wie über die wahre Natur der Zeichnungen und der Zutheilung verstand es Mr. Aspinall, das Komité über die wahre Natur der Einzahlungen im Dunkeln zu halten. Er stellte nämlich einen Wechsel über 2000 £ aus und liess denselben bei der Midland Bank diskontiren. Die in Empfang genommenen Banknoten übermittelte er seinen Kreaturen zur Einzahlung bei der National Bank. Es kommt nun vor, dass neue Gesellschaften die bei der Subskription auf die Aktien und die Zutheilung entrichteten Summen nicht bei der Bank, bei der sie deponirt wurden, ruhen lassen, sondern sie derselben wieder entnehmen, um sie irgendwie zinsbar anzulegen, bis sie von ihnen selbst gebraucht werden. Diese Gewohnheit machte sich Mr. Aspinall zu Nutze. Er entzog die 2000 £ wieder der National Bank und gab sie der Midland Bank zurück, worauf diese ihm von Neuem 2000 £ lieh, die er wieder der National Bank übergab, um sie von ihr alsbald wieder zurückzufordern. So liess er die kleine Summe von 2000 £ zwischen beiden Banken hin und her wandern, bis die Bücher der National Bank aufweisen konnten, dass auf die Aktien der neuen Gesellschaft 50 000 £ eingezahlt seien. Da die wieder herausgenommenen Summen auf einem anderen Blatte vermerkt waren, so konnte der Schwindel dem Börsenkomité auch bei Durchsicht des Bankbuches leicht entgehen. In der That entdeckte es Nichts, fand Alles in Ordnung und gewährte den speziellen Liquidationstermin. Erst später kam der Betrug ans Tageslicht. Eine ähnliche Operation wurde mit dem gleichen Erfolge bei der Charles Lafitte und der Peruvian Railway Company veranstaltet. In all diesen Fällen berichteten die Bankhäuser dem Börsenkomité, dass die Einzahlungen erfolgt seien, ohne indess mitzutheilen, was weiter mit den deponirten Summen geschehen sei. Es ist desshalb in der Stock Exchange der Plan aufgetaucht, das Zertifikat von dem Bankier durch eine statutarische Erklärung bekräftigen zu lassen. Uebrigens wurde im Falle der Eupion Gas Company und der Peruvian Railway, als der spezielle Liquidationstermin herangerückt war, das buying-in-Verfahren suspendirt, so dass die betrügerischen Pläne der Gründer doch noch vereitelt wurden.

Mit der Prüfung der oben bezeichneten Punkte ist die Untersuchung, soweit sie aus eigener Initiative des Komités hervorgeht, abgeschlossen. Sollen noch weitere Nachforschungen angestellt werden, z. B. ob ein „corner“ versucht ist, so muss dazu ein Antrag aus den Reihen der Börsenmitglieder oder des Publikums vorliegen, auf die Behauptung basirt, dass hier oder dort dem Erfordernisse nicht Genüge geschehen sei.

3) Es dürfen keine wesentlichen Thatsachen entstellt oder

verschwiegen sein (no misrepresentation or suppression of material facts)[325]). Um falsche Darstellung resp. Verheimlichung wesentlicher Thatsachen handelte es sich auch ad 2). Dort aber standen Angaben, die dem Komité gemacht worden, in Frage, hier auf das Publikum berechnete Angaben im Prospekt. Was nun als wesentlich angesehen wird, das lässt sich aus den vorliegenden Materialien unmöglich mit Sicherheit feststellen. Wir werden uns damit begnügen, einige Fälle vorzuführen, wo dieses Erforderniss nicht als vorhanden erachtet wurde.

a) Die Trouville Association, die einen Badeort gleichen Namens in Frankreich einzurichten beschlossen hatte. Hier war der Betrag des zu erhebenden Grundkapitals nicht angegeben, während nach den Statuten die Gesellschaft befugt sein sollte, Obligationen bis zu 400 000 £ auszugeben. Später hat sich herausgestellt, dass dasselbe sich nur auf 2000 £ belief[326]).

b) Die Argentine Tramways Company. Die Gesellschaft hatte von Jemand die ihm von der argentinischen Regierung gewährte Konzession zum Bau eines Tramway erworben. Zum Direktor der Gesellschaft war aber eben dieser Verkäufer bestimmt worden und die Vertheilung der Aktien zugleich in der Weise geschehen, dass er vermöge des ihm zustehenden Stimmrechts die Entscheidung in allen Fragen allein hatte. Hievon war im Prospekt nichts bemerkt und auch sonst nichts den Subskribenten mitgetheilt worden. Die Unkenntniss dieser Thatsache aber konnte den Aktionären gefährlich werden. Es existirte nämlich in Buenos Ayres, wo die neue Bahn angelegt werden sollte, bereits eine Tramway-Gesellschaft, die verschiedene Strecken in Betrieb hatte. Es war vorauszusehen, dass ein lebhafter Konkurrenzkampf entbrennen würde, und da in Fällen dieser Art derselbe häufig mit einer Fusion der beiden streitenden Parteien zu enden pflegt, so lag die Möglichkeit vor, dass jene Persönlichkeit sich bestechen lassen und ihre Macht missbrauchen würde, um das Eigenthum der Gesellschaft zu allzu ungünstigen Bedingungen für die Aktionäre derselben zu veräussern[327]).

c) Die Emma Mine. Der ausgegebene Prospekt enthielt eine Klausel, wonach demjenigen, der, entgegen der üblichen Sitte, bei der Zutheilung sofort die gesammte auf die Aktien zu zahlende Summe entrichten würde, bei der Zutheilung Bevorzugung zu Theil werden sollte. Der Prospekt theilte aber nicht den Maximalbetrag der auszugebenden voll einbezahlten Aktien mit. Das Bedenkliche dieser Verschweigung lag in Folgendem. Da regelmässig auf die zugetheilten Aktien die erforderlichen Einzahlungen nach und nach in mehreren Terminen erfolgen, so wird auf der Börse bis zur Entrichtung der letzten Zahlung, soweit nicht der Einzelvertrag Anderes

bestimmt, nur in den nicht voll einbezahlten Aktien gehandelt. Die voll einbezahlten sind vom freien Markte ausgeschlossen. Ist aber die Zahl der letzteren nicht bekannt, so kann der Kurs der ersteren leichter auf eine fiktive Höhe getrieben werden, ohne dass das Publikum Argwohn schöpft, und ein „corner" bequemer zu Stande gebracht werden [328]).

In den beiden letztgenannten Fällen ist freilich nicht der Liquidationstermin, sondern nur die Aufnahme in den offiziellen Kurszettel beanstandet worden, aber, wie es scheint, desshalb, weil bei der zweiten Prüfung erst die fraglichen Punkte untersucht und klar gestellt wurden.

4) Die Scrips müssen zur Uebergabe an die Subskribenten fertig gestellt sein und es darf kein sonstiges Hinderniss einer Abwickelung der eingegangenen Geschäfte entgegenstehen. Das Vorhandensein dieser Voraussetzung ist von dem vorsitzenden Direktor statutarisch zu versichern [329]).

Im Ganzen ist von 1862—1877 25 Aktiengesellschaften der spezielle Liquidationstermin versagt worden und zwar 1863 3, 1864 10, 1865 7, 1866 2, 1873 2, 1874 1 [330]).

Die Aufnahme in den offiziellen Kurszettel ist auch für Aktiengesellschaften an härtere Bedingungen geknüpft als die Gewährung des speziellen Liquidationstermins. Es sind folgende:

1) Die Aktiengesellschaft muss eine hinreichende Grösse und Wichtigkeit haben. Dieses Erforderniss ist aufgestellt, um die offizielle Kursliste nicht allzusehr anschwellen zu lassen.

2) Der Prospekt muss öffentlich bekannt gemacht worden sein.

3) Der Prospekt muss in Uebereinstimmung sein mit den Statuten der Gesellschaft und muss den Gründungsvertrag enthalten. Sind der Gesellschaft die Korporationsrechte durch eine Parlamentsakte verliehen worden, so muss der Prospekt sich mit dieser in Uebereinstimmung befinden.

4) Der Prospekt muss die sofortige Emission von nicht weniger als der Hälfte des projektirten Grundkapitals und die sofortige Zahlung von 10% des gezeichneten Betrages anordnen. Hierdurch soll die Gründung und Betheiligung ihren ernsthaften Karakter beweisen. Das erste Erforderniss will ferner der Gefahr eines „corner" vorbeugen, der sich um so leichter bewerkstelligen lässt, je kleiner der von der angekündigten Summe wirklich ausgegebene Theil ist [331]).

5) Zwei Drittel des zur sofortigen Emission angekündigten Aktienkapitals (d. h. zwei Drittel von mindestens der Hälfte des gesammten) müssen von dem Publikum gezeichnet und bedingungsfrei demselben zugetheilt sein. Reservirte Aktien und solche, die an die früher genannten Personen, Konzessionäre, Besitzer u. s. w. an Zahlungsstatt gegeben sind, sind nicht als

in das Publikum gelangt anzusehen. Hiedurch soll Fürsorge getroffen werden, dass überhaupt ein Fond in einer Grösse zusammenkommt, bei der die Möglichkeit der Erreichung der der Gesellschaft gesteckten Ziele wenigstens nicht von vornherein als ausgeschlossen erscheint. Während bei Anleihen selbst ein ganz entschiedener Misserfolg der Aufnahme in den offiziellen Kurszettel nicht hinderlich ist, ist ihm hier eine Grenze gesetzt, die nicht überschritten sein darf, wenn die Vergünstigung ertheilt werden soll. Sodann entspricht dieses Erforderniss zusammen mit dem ad 2) erwähnten dem zuerst dargelegten Erforderniss für die Zulassung von Anleihepapieren zur amtlichen Notirung. Der Begriff „Publikum" ist hier näher beschrieben.

6) Der Prospekt muss eine Reihe wesentlicher Verhältnisse der Gesellschaft zur allgemeinen Kenntniss bringen, nämlich den Modus der Erhebung des Grundkapitals, die Zahl der zu emittirenden vollbezahlten und der bedingungsweise zuzutheilenden Aktien, die Summe, die gezahlt worden ist oder werden soll in Geld oder anderer Form an die schon mehrmals angeführten Personen, Konzessionäre u. s. w. Wie werthvoll dem Aktionär das Bekanntsein mit diesen Thatsachen sein kann, ist zum Theil schon dargelegt, zum Theil liegt es auf flacher Hand.

7) Die Statuten der Gesellschaft müssen den Direktoren untersagen, die Aktien der Gesellschaft selbst mit den Fonds derselben zurückzukaufen. Dieses Erforderniss bezieht sich nicht auf die Zeit vor der Zutheilung. Es ist aufgestellt im Interesse der Gläubiger der Gesellschaft, das durch die Verminderung des Grundkapitals, welche die Folge jener Manipulation ist, gefährdet werden kann.

8) Die Gesellschaft darf sich nach den Statuten nicht das Recht vorbehalten haben, Obligationen in einem Betrage auszugeben, der in auffallendem Missverhältniss steht zu der Höhe des Grundkapitals, etwa eine Million, wenn letzteres sich nur auf 100 000 £ beläuft.

9) Die Gesellschaft soll sich nicht das Recht vorbehalten, die Einlösung der fälligen Dividenden- und Zinskoupons auf eine gewisse Zeit zu beschränken. Eine solche Praxis widerspricht den Neigungen der englischen Kapitalisten.

10) Auswärtige Aktiengesellschaften, deren Papiere auch nach England gelangt sind, müssen in der Regel an den heimathlichen Börsen Eingang in das amtliche Kursblatt gefunden haben [332]).

Aus der offiziellen Kursliste gestrichen werden soll

1) die Gesellschaft, welche binnen 12 Monaten nach dem ersten von dem Komité der Stock Exchange festgesetzten Liquidationstermine neue Aktien ausgiebt oder ausgeben zu wollen erklärt [333]);

2) die Gesellschaft, welche Obligationen eines Staates ausgiebt, der seine aus früheren in England erhobenen Anleihen herrührenden Verbindlichkeiten noch nicht erfüllt hat[334]).

Auf Grund dieser Erfordernisse ist in den Jahren 1862 bis 1877 75 Aktiengesellschaftspapieren, Obligationen eingeschlossen, die offizielle Kotirung versagt worden, und zwar 1862 3, 1863 18, 1864 8, 1865 13, 1866 10, 1870 2, 1871 2, 1872 5, 1873 9, 1874 5[335]). In demselben Zeitraume ist die Festsetzung eines speziellen Liquidationstermins in 25 Fällen verweigert worden, was von selbst die Gewährung des anderen Privilegs ausschliesst. Im Ganzen ist demnach in jenen 16 Jahren die erbetene offizielle Anerkennung 100 Gesellschaftspapieren theils überhaupt nicht, theils nicht voll zu Theil geworden. Leider lässt sich aus den uns vorliegenden Materialien die Zahl der voll und ganz anerkannten nicht feststellen. Wenn man aber bedenkt, dass auf der Börse nicht mehr als 1245[336]) derartige Papiere existiren, und wenn man weiter erwägt, dass von diesen eine grosse Zahl bereits vor dem Jahre 1862 zugelassen sein wird, so wird man schliessen können, dass jene Regeln nicht bloss auf dem Papiere gestanden haben, sondern in der Wirklichkeit streng angewendet worden sind.

Die Vorführung der einzelnen Regeln wird gezeigt haben, dass die Mehrzahl derselben auf den Schutz der Börse und des Publikums vor den Gefahren, welche eine Betheiligung an ungesunden und unreellen Unternehmungen zur Folge haben kann, abzielt. Nur sehr wenige sind von diesem Gedanken nicht getragen und beziehen sich auf blosse Aeusserlichkeiten, wie die Vorschrift darüber, dass die Scrips fertig sein müssen, wenn der spezielle Liquidationstermin anberaumt, und darüber, dass die Aktien für den Verkehr von nicht zu geringer Bedeutung sein dürfen, wenn die Aufnahme desselben in den offiziellen Kurszettel zugestanden werden soll. Welches sind nun die allgemeinen in jener Gruppe enthaltenen Prinzipien? Um diese zu finden, sehen wir ab von der Bestimmung über den Fall, wo eine fremde Regierung ihre alten Schuldverbindlichkeiten nicht erfüllt hat, und der Anordnung bezüglich der Anleihen, welche von einem mit England im Krieg befindlichen Staate erhoben worden sind. Erstere fasst nicht Verhältnisse des neuen Unternehmens ins Auge, letztere ist von rein patriotischen Motiven diktirt und hat nichts zu schaffen mit der Frage der Sicherheit:

Mit dieser Beschränkung lassen sich nun folgende drei Hauptprinzipien aufstellen.

1) Die Börse will gewisse Thatsachen, welche auf die Solidität und Rentabilität der Kapitalsanlage einwirken können, zur Kenntniss des Publikums gebracht sehen. Diese Thatsachen sind aber alle von einer bestimmten Art; es sind nicht natürliche Verhältnisse, die mehr oder weniger unabhängig sind von dem

Willen der Betheiligten, nicht z. B. die Grösse des Staatsvermögens, die Summe der jährlichen Einkünfte, nicht Produktions- und Verkehrsverhältnisse, welche den wirthschaftlichen Erfolg des Aktienunternehmens beeinflussen; es sind Rechtshandlungen der Interessenten. So verzeichnet das Komité in der offiziellen Liste den wirklich ausgegebenen Betrag von Obligationen, sucht die Gründer zu veranlassen, in dem Prospekt anzugeben, wieviel für von der Gesellschaft übernommene Grundstücke und bauliche Anlagen gezahlt worden ist u. s. w. Die Börse will diese Thatsachen nur zur allgemeinen Kenntniss gebracht sehen; die Beurtheilung derselben unter dem Gesichtspunkte der Solidität und Rentabilität des Unternehmens überlässt sie dem Publikum selbst. Dies ist das Prinzip der Publizität.

2) Hinsichtlich gewisser Thatsachen, die gleichfalls Rechtshandlungen sein müssen, geht das Komité einen Schritt weiter. Es will eine Reihe von Akten, welche den Gläubigern der Regierung, den Aktionären und Gläubigern der Gesellschaft Schaden bringen könnten, verhindern. So verlangt es, dass der Prospekt öffentlich bekannt gemacht sei und die neuen Papiere bereits in den Besitz des Publikums gelangt seien, dass der anfänglich unemittirt gebliebene Theil einer Anleihe nicht zu niedrigerem Kurse wieder aufgelegt werde, als der erste Theil abgegeben wurde, dass die Gesellschaft sich nicht das Recht beilege, ihre eigenen Aktien zurückzukaufen und übermässig hohe Schulden zu kontrahiren. Dies ist das Prinzip der Prävention.

3) Hinsichtlich gewisser Thatsachen geht das Komité noch einen Schritt weiter. Eine Reihe von Akten, die sich als Betrug karakterisiren, sucht es ihrer schädlichen Wirkungen zu entkleiden, indem es die bisher geschlossenen Verträge über Lieferung von neuen Papieren durch Verweigerung des speziellen Liquidationstermins oder durch Suspension des buying-in-Verfahrens kassirt. Das ist z. B. der Fall, wenn ein „corner“ durchgeführt ist. Dies ist das Prinzip der Repression. Aber nicht gegen jeden Betrug wendet sich das Komité, sondern wieder nur gegen den in Rechtshandlungen enthaltenen und nicht einmal gegen jeden dieser Art, z. B. nicht gegen den Rückkauf neuer Effekten vor der Zutheilung behufs Erzeugung eines künstlichen Agios. Auf keinen Fall richtet es sich gegen den Betrug, der in wider besseres Wissen gemachten Vorspiegelungen über den Werth der neuen Papiere sich begründet. Ob die jährlichen Einnahmen eines Staates auf einen zehnmal höheren Betrag angegeben sind, als sie in Wirklichkeit ausmachen, ob in der Gegend, wo eine Gesellschaft ein Steinkohlenbergwerk errichten soll, ein Steinkohlenlager von der angegebenen Mächtigkeit vorhanden ist, darum bekümmert sich das Komité nicht.

So zeigt sich, dass nach allen drei Richtungen hin das Komité nicht die natürlichen, sondern nur die rechtlichen Verhältnisse der neuen Anlage ins Auge fasst und nicht einmal alle dieser letzteren Art. Daraus ergiebt sich die wichtige Erkenntniss, dass das Komité mit Gewährung seiner Vergünstigungen keineswegs eine Garantie übernehmen will für die Solidität und Rentabilität der Anlage. In wer weiss wie vielen Fällen wird es keinen Anstand nehmen, Anleihen und Aktiengesellschaften offiziell anzuerkennen, wo es der Zahlungsfähigkeit der Regierung, der Erreichbarkeit der wirthschaftlichen Zwecke des neugegründeten Unternehmens die allerstärksten Zweifel entgegensetzt. Denn diese Dinge hangen in erster Linie ab von den natürlichen Verhältnissen, die es niemals in den Kreis seiner amtlichen Berücksichtigung zieht.

Alle drei Prinzipien haben Anwendung gefunden auf Anleihen wie auf Aktiengesellschaften, aber nicht auf beide in gleichem Umfange. Die Anforderungen an letztere sind bedeutend strenger als die an erstere. Diese Verschiedenheit in der Behandlung der beiden Arten von Kapitalanlagen hat zwei Gründe. Hinter einer Anleihe steht ein Staat mit der ganzen Fülle seiner Vermögensmittel, hinter der Aktiengesellschaft steht Niemand. Wenn die gleiche Summe durch Emission einer Anleihe und durch Gründung einer Aktiengesellschaft erhoben und zu dem gleichen Zwecke, etwa dem Bau einer Eisenbahn verwendet wird, so hat, wenn durch ungeschickte Hände dieselbe sich verringert oder ganz verloren geht, der Obligationsbesitzer immer den Anspruch auf das gesammte Eigenthum des Staates, während der Aktionär sich begnügen muss mit dem, was von den hingegebenen Werthen nach Abzug aller Schulden der Gesellschaft noch übrig geblieben ist. Daher vor Allem die verschiedenen Bestimmungen, wenn die Aufbringung des in Aussicht genommenen Kapitals nicht in dem erwarteten Masse geglückt war.

Weiter aber sind im Anleihewesen lange nicht so viele Missbräuche vorgekommen als im Aktiengesellschaftswesen; die Firmen, welche Staatsobligationen emittirt haben, sind durchschnittlich viel respektabler gewesen als diejenigen, welche Aktien ausgeboten haben. Die Börsenstatuten aber sind von Fall zu Fall gemacht worden, sobald das Bedürfniss ein brennendes geworden war. Daher vor Allem die den Aktiengesellschaften gegenüber in Anwendung gebrachte scharfe Prüfung der bona fides der Zeichnungen und Einzahlungen, die bei Anleihen ganz fehlt. Seitdem freilich in den letzten Jahren auch hier mancher Unfug aufgetreten ist, ist man auf der Börse geneigt geworden, auch bei Anleihen strenger vorzugehen. Wenn diese Neigung noch nicht in eine praktische Forderung umgesetzt ist, so hat das seinen Grund in der Befürchtung, bei allzuscharfer Kontrole die borgenden Regierungen vom

Londoner Markte zu vertreiben, eine Möglichkeit, die allerdings nicht ausser dem Bereiche jedes Zweifels steht und auf eine gleichmässige internationale Regelung des Rechts als erstrebenswerthes Ziel hinweist[337]).

Bei Betrachtung der obigen Regeln drängt sich noch eine Vergleichung auf, die des privaten Rechts der Stock Exchange mit dem staatlichen Recht Englands und der andern grossen Kulturländer über die Staatsanleihen und die Aktiengesellschaften. Auf den hier obwaltenden Unterschied näher einzugehen, ist nicht unsere Sache. Wir begnügen uns damit, die sehr viel grössere Strenge des ersteren zu konstatiren.

Welches sind nun die rechtlichen Folgen der Verweigerung des speziellen Liquidationstermins und der Aufnahme in den offiziellen Kurszettel, d. h. nicht die unmittelbaren, die uns ja schon bekannt, sondern die mittelbaren? Da die Stock Exchange nur ein Privatverein ist, so versteht sich von selbst, dass durch die Bescheide ihres Komités das Obligationsverhältniss der Gläubiger zur fremden Regierung und der rechtliche Bestand der Aktiengesellschaft gar nicht berührt wird. Wer bisher seine Einzahlungen auf die Anleihe- und Aktienpapiere gemacht hat, ist verpflichtet, sie auch ferner zu machen, dort, wenn er nicht alle bisher erworbenen Rechte verlieren will, hier unbedingt, da nach dem englischen Rechte die Aktien erst nach Vollzahlung Inhaberpapiere werden. Allein thatsächlich ist es nicht unmöglich, dass, wenn die Untersuchung des Komités bei der Emission der Papiere vorgekommene Missbräuche ans Tageslicht gefördert hat, die Solidität der Anlage für so unsicher gehalten wird, dass die Gläubiger des Staates die bisher geleisteten Summen fahren lassen, um nicht später noch mehr einzubüssen, dass die Aktionäre oder die Gründer selbst, an einer befriedigenden Durchführung ihrer Pläne verzweifelnd, die Liquidation der Gesellschaft zu Wege bringen. Letzteres ist auch bei der Australian Steam Navigation Company der Fall gewesen. Regelmässig aber kommt es dazu nicht.

Die nicht anerkannten Effekten (unrecognized stocks) sind nun von dem Börsenverkehr keineswegs ausgeschlossen. Jedes Mitglied des Vereins kann in denselben Geschäfte abschliessen, ohne dass ihn die geringste Strafe trifft. Sie sind nur nach gewissen Richtungen hin den andern nachgesetzt und zwar werden sie überall, wo sich das Komité amtlicher Weise mit Werthpapieren zu befassen hat, als nicht vorhanden angesehen. Sie werden nicht berücksichtigt bei der Normirung der Kompensationskurse, Rechtsstreitigkeiten, die mit ihnen zusammenhangen, werden von dem Komité nicht geschlichtet, für sie wird das Einkaufverfahren nicht in Anwendung gebracht. In den beiden letzteren Punkten machen indess diejenigen der Zahl nach sehr geringen Werthe eine Ausnahme, welche nur wegen

ihrer Unbedeutendheit für den Verkehr von der offiziellen Kotirung ausgeschlossen worden sind.

Sollte indess Jemand im Handel mit nicht anerkannten Papieren einer Unredlichkeit sich schuldig machen, so würde das Komité gleichwohl interveniren. Hier tritt die Persönlichkeit und ihr Verhalten in den Vordergrund, der Karakter des Papiers wird zurückgedrängt[338]). Demnach sind nach der rechtlichen Seite hin die nicht anerkannten Papiere in keiner sehr viel ungünstigeren Lage als die anerkannten und thatsächlich hat auch in einigen von ihnen zeitweilig ein sehr umfangreicher Verkehr stattgefunden. Die Presse, welche auf privatem Wege die nöthigen Erkundigungen einzog, übernahm alsdann die Notirung der Kurse.

Diese eben so ausführlich dargelegte administrative Funktion ist wie die früher kurz berührten eine regelmässig auszuübende. Daneben hat das Komité noch eine Reihe gelegentlicher Verwaltungsgeschäfte von nicht unerheblicher Bedeutung zu vollziehen, nämlich Beschlussfassungen über Akte von Mitgliedern, die den Statuten zuwiderlaufen. Uns interessiren hier nur die auf Sicherheit und Redlichkeit im Verkehr hinzielenden Bestimmungen, von welchen übrigens einige schon vorgeführt worden sind und desshalb hier nicht weiter erörtert zu werden brauchen.

Es sollen keine Verträge anerkannt werden, welche erst nach dem zweitnächsten Liquidationstermine zu erfüllen sind[339]). Beabsichtigt ist hiemit, die Mitglieder zu veranlassen, in kürzeren Perioden ihre Geschäfte abzuwickeln und dadurch zu offenbaren, ob und in welcher Höhe sie Gewinne gemacht oder Verluste erlitten haben, damit die Kreditwürdigkeit des Einzelnen in jedem Moment möglichst richtig geschätzt werden könne. Wer einem Vereinsgenossen Geld oder sonstige Vermögenswerthe ohne Deckung auf mehr als zwei Tage geliehen hat, soll mit seinen Forderungen, wenn dieses Mitglied fallirt, bei der Vertheilung der Aktiva desselben nicht berücksichtigt werden — eine Strafe für leichtsinniges Kreditiren[340]). In anderer Weise will die Sicherheit des Verkehrs die Vorschrift fördern, dass kein Mitglied für einen Fremden Geschäfte ausführen soll, der einem anderen Mitgliede gegenüber seine Verpflichtungen widerrechtlicher Weise noch nicht erfüllt hat[341]).

Folgende Regeln wollen das unredliche Gebahren im Geschäftsverkehr verhindern. Wie ein Mitglied nicht Makler- und Händlergeschäfte zu gleicher Zeit betreiben darf, so ist es einem Makler auch verwehrt, sich mit einem Händler zu assoziiren[342]). Niemand soll mit einem Mitgliede einer Firma in der Stock Exchange[343]) oder mit einem Gehülfen auf dessen Privatrechnung[344]) Kontrakte abschliessen. Ja es ist sogar die Freiheit in der Regulirung der Vertragsbedingungen aufgehoben. Wer wissentlich erheblich mehr, als der Marktpreis beträgt,

sich versprechen lässt oder selbst erheblich weniger verspricht, unterliegt der Strafe, eine Norm, welche anzuwenden das Komité mehrmals Anlass genommen hat[345]).

Alle diese Bestimmungen sind zunächst erlassen worden im Interesse der Börse selbst, sie dienen aber zugleich auch dem Vortheil des Publikums, da Alles, was die Sicherheit und Reellität im inneren Verkehr hebt, in gleicher Weise auch dem Verkehr nach aussen hin zu Gute kommt.

Es giebt aber noch eine Reihe weiterer Vorschriften, die ausschliesslich das Wohl des Publikums im Auge haben. Das Komité kann nach freiem Ermessen, wenn Jemand als Fallit, seiner Mitgliedschaft für verlustig erklärt oder aus einem anderen Grunde aus dem Verein auf begrenzte oder unbestimmte Dauer ausgewiesen ist, dem Publikum, insbesondere den regelmässigen Kunden des früheren Genossen, Mittheilung machen[346]). Pflichtwidriges Verhalten gegen Auftraggeber, insbesondere unbefugter Weise vorgenommene Manipulationen mit fremden Geldern oder Werthpapieren, unterliegt der strengsten Strafe[347]). Ohne Zustimmung des Kommittenten eine empfangene Ordre dadurch auszuführen, dass er selbst das Papier auf eigene Rechnung nimmt oder aus seinem eigenen Vermögen liefert, ist dem Makler verboten[348]). Vor Allem aber ist es untersagt, für Angestellte in öffentlichen und privaten Anstalten spekulative Geschäfte auszuführen[349]), um die Veruntreuungen und Unterschlagungen zu verhüten, welche so häufig die Folge sind, wenn diese Personen in ihren Operationen Unglück gehabt haben[350]). Von dem lebendigen Pflichtbewusstsein der Londoner Börse legt wohl gerade diese Bestimmung das beste Zeugniss ab, denn sie steht im Widerspruche mit den materiellen Interessen des Vereins, indem sie die Summe der zu vollziehenden Geschäfte einschränkt. Und diese Vorschrift wird mit Strenge gehandhabt. Ausschluss von der Börse auf neun Monate war die Folge eines in den letzten Jahren vorgekommenen Falles dieser Art[351]).

Uebertretung der Statuten, Ungehorsam gegen die Entscheidungen des Komités und sonstiges unehrenwerthes oder ungeziemendes Verhalten wird mit Ausweisung aus dem Verein bestraft[352]). Diese ist entweder von begrenzter oder unbegrenzter Dauer, Suspension oder Expulsion. Thatsächlich ist letztere lebenslänglich[353]). Das eine oder andere Urtheil kann nur gesprochen und vollstreckt werden, wenn in einer speziell zu diesem Zwecke angeordneten Sitzung bei einer Anwesenheit von mindestens zwölf Personen mit Dreiviertelmajorität eine dahin gehende Entscheidung gefällt und in einer zweiten wieder speziell zu diesem Zwecke anberaumten Sitzung mit einfacher Majorität bestätigt worden ist[354]). Diese bedeutsamen Garantien, mit welchen man die Erhaltung der Mitgliedschaft umgeben hat, sind das nothwendige Korrelat der

schweren Schädigung des Einzelinteresses, welche der Ausschluss aus dem Verbande in sich birgt.

Bedenkt man dies, so muss die Zahl der Ausweisungen als eine ziemlich beträchtliche erscheinen. In dem Zeitraume von 1872—1876 ist die Suspension über 31 Personen, darunter 3 Gehülfen, verhängt worden. 13 wurden auf 3 Wochen, 2 auf 1 Monat, 6 auf 3 Monate, 5 auf 1 Jahr und 1 auf 3 Jahre entfernt. Von der Expulsion wurden in dem gleichen Zeitraum 7 Personen, darunter 5 Gehülfen, betroffen [355]).

Wir wenden uns nunmehr der richterlichen Thätigkeit des Komités zu, bei welcher wir indess nur wenige Augenblicke zu verweilen haben werden. Kein aus Börsengeschäften entstandener Anspruch darf ohne Zustimmung der anderen Partei oder des Komités vor die ordentlichen Gerichte des Landes gebracht werden [356]). Andererseits will das mit Geschäften überhäufte Komité sich nicht mit jeder Lappalie befassen. Es ist desshalb angeordnet, dass die streitenden Parteien aus der Schaar der Vereinsgenossen sich ein Schiedsgericht erwählen sollen. Nur wenn zugleich allgemeine Interessen der Stock Exchange in Frage stehen oder es nicht geglückt ist, ein Schiedsgericht zusammen zu bringen, oder das in Funktion getretene zu keiner Entscheidung gelangen kann, will das Komité selbst die Sache in die Hand nehmen [357]). Die Verhandlungen, welche dem Urtheilsspruche vorangehen, werden hier mit grosser Sorgfalt geführt und die einzelnen Punkte mit peinlicher Gewissenhaftigkeit geprüft [358]). Die Erledigung der Streitsachen erfordert oft nur einen oder zwei Tage, nimmt aber mitunter auch 8—10 Tage in Anspruch [359]). Auch Streitigkeiten zwischen Mitgliedern und Fremden nimmt das Komité, falls es das für thunlich erachtet, zur Entscheidung an, wenn letztere einen dahin gerichteten Antrag stellen und in einer schriftlichen Urkunde erklären, sich, gleich als wären sie Vereinsangehörige, dem Verdikt fügen und auf die Beschreitung des ordentlichen Rechtsweges verzichten zu wollen [360]).

Die gefällten Entscheidungen haben sehr selten Beschwerden hervorgerufen [361]). Auf der Börse selbst herrscht die einmüthige Ueberzeugung, dass vollste Unparteilichkeit die Mitglieder des Komités bei ihrer Stimmabgabe leite, und auch ausserhalb der Börse ist die gleiche Meinung verbreitet, obgleich hie und da sich Zweifel regen, wie das einer so streng abgeschlossenen Korporation gegenüber, wie die Londoner Stock Exchange, nicht ausbleiben kann [362]). Am besten mag das Vertrauen, welches die Aussenstehenden, als Einheit angesehen, dem Börsenvorstande als einer richterlichen Behörde entgegenbringen, aus folgenden Zahlen ersehen werden. In den Jahren 1875, 1876 und im ersten Semester 1877 sind zur Entscheidung gelangt Streitfälle zwischen Mitgliedern 67, 56, 14, Streitfälle zwischen Mitgliedern und Fremden 15, 23, 7 [363]).

Gelegenheit zur Ausübung richterlicher Thätigkeit kann dem Komité insbesondere gegeben werden bei der Liquidation des Vermögens eines Falliten. Diese selbst erfolgt indess nicht von seiner Seite, sondern von Seiten der Gläubiger. Sobald ein Mitglied zum Falliten erklärt ist, hat einer der beiden amtlichen Makler die Gläubiger desselben zu einer Versammlung zusammenzuberufen, in welcher jener selbst zu erscheinen hat, um den Stand seines Vermögens darzulegen, insbesondere anzugeben, ob Fremde Forderungen gegen ihn haben[364]). Die Anberaumung dieser Versammlung erfolgt, sobald es die Geschäfte der amtlichen Makler gestatten, oft schon wenige Stunden, mitunter auch erst mehrere Tage nach erfolgter Anzeige. Haben die Gläubiger die gewünschten Aufklärungen gewonnen, so hat der Schuldner dem amtlichen Makler die Geschäftsbücher zu überreichen und ihm die Disposition über sein Aktivvermögen einzuräumen. Sie haben dasselbe flüssig zu machen, also insbesondere die Werthpapiere zu verkaufen und die bei dem Bankier des Falliten liegenden Depositen einzuziehen[365]). Der Erlös wird an die einzelnen Gläubiger pro rata ihrer Forderungen vertheilt. Hat Jemand auf dem einen oder dem anderen Wege z. B. privatim mehr erhalten als ihm zukommt, so hat er den Ueberschuss wieder herauszuzahlen[366]). Ist der Fallit auch Nichtmitgliedern obligirt, so haben die dem Verein angehörenden Gläubiger in erster, das Komité in zweiter Instanz zu entscheiden, ob sie mit ihren Forderungen zugelassen werden sollen. Rühren die Ansprüche aus Fondsgeschäften her, so werden sie regelmässig denen der Mitglieder gleichgestellt und die betreffenden Fremden können sich in der Versammlung der Gläubiger durch einen Angehörigen des Vereins vertreten lassen[367]). Forderungen aus anderen als Fondsgeschäften werden ignorirt, Haushaltsschulden des Falliten indess voll getilgt[368]). Streitigkeiten, die bei der Liquidation entstehen, werden von dem Komité geschlichtet.[369]) Sind Fremde mit einer Entscheidung nicht zufrieden, so steht ihnen die Beschreitung des ordentlichen Rechtsweges offen, was selbstverständlich zu einer nachträglichen Aenderung des Resultats der internen Liquidation führen kann[370]). Fälle dieser Art sind indess in unseren Materialien nicht erwähnt. Mitglieder sind hier wie überall Gehorsam schuldig. Auch die Falliten befolgen thatsächlich regelmässig die Weisungen der Gläubiger, des amtlichen Maklers und des Komités, obwohl sie als Nichtmitglieder der Disziplin des Vereins nicht mehr unterworfen sind. Der Grund liegt theils darin, dass sie für später einen Wiedereintritt in Aussicht nehmen, theils darin, dass das von der Stock Exchange beliebte Verfahren wegen der grösseren Schleunigkeit ihnen selbst mehr Vortheile bietet als das gerichtliche[371]). —

Hiermit ist die Darstellung des Verfassungs- und Verwal-

tungsrechts der Londoner Stock Exchange beendet. Was die rechtliche Organisation der englischen Provinzialbörsen angeht[372]), so haben wir darüber nur wenig mitzutheilen, theils weil unsere Quellen selbst darüber wenig enthalten, theils weil diese Institute, nach dem, was die Quellen bringen, in allen wesentlichen Punkten ganz die gleiche Struktur aufweisen wie das Londoner. Sie haben sich als Privatvereine erst in den 40er Jahren dieses Jahrhunderts konstituirt und sich offenbar nach dem Muster jenes eingerichtet. Wie die Verhältnisse vorher beschaffen waren, ist uns nicht bekannt. Besonderheiten in der Organisation sind freilich vorhanden, aber sie entbehren zumeist des wissenschaftlichen Interesses. Erwähnt muss aber auf alle Fälle werden, dass aus den vor der königlichen Kommission abgegebenen Zeugenaussagen nicht erhellt, ob die Geschäftssphäre der Mitglieder auf den Effektenhandel von Rechts wegen und thatsächlich beschränkt ist. Da aber auch keine der gegebenen Mittheilungen auf das Gegentheil schliessen lässt, so können wir nicht ohne Grund bis auf Weiteres annehmen, dass auch in diesem wichtigsten Punkte Uebereinstimmung vorhanden sei. Beachtung verdient ferner die Höhe der Bürgschafts- resp. Kautionssumme. In Liverpool müssen die neu aufzunehmenden Personen 1000 £ in von dem Komité gutgeheissenen Werthpapieren deponiren oder für dieselbe Summe zwei oder mehrere Mitglieder als Bürgen auf 3 Jahre beibringen[373]). In Manchester müssen zwei Mitglieder für je 500 £ auf 2 Jahre sich verpflichten[374]). In Glasgow sind die Anforderungen am weitesten in die Höhe geschraubt. Es ist eine Summe von 3000 £ auf 5 Jahre zu hinterlegen oder Bürgschaft hiefür zu stellen[375]). Sodann mag hervorgehoben werden, dass in Manchester ein Fallite, dem spekulative Geschäfte auf eigene Rechnung während der Zeit seiner Zugehörigkeit zum Vereine nachgewiesen worden sind, auf keinen Fall wieder zum Eintritt zugelassen werden soll. Ja, es wird auf die Fernhaltung derartiger Persönlichkeiten ein so grosser Werth gelegt, dass von Amts wegen bei der Prüfung eines die Bitte um Wiederaufnahme enthaltenden Gesuchs dieser Punkt klargestellt werden soll[376]). Endlich ist bezüglich der Regeln über die offizielle Anerkennung neuer Werthpapiere zu bemerken, dass auch sie denen der Londoner Börse nachgebildet sind. Eine Abweichung besteht nur darin, dass die Bedingungen für die Gewährung des speziellen Liquidationstermins und die Aufnahme in den amtlichen Kurszettel die gleichen sind. Entweder werden daher beide Vergünstigungen ertheilt oder abgeschlagen. Da indess diese Institute die Praxis angenommen haben, in den fraglichen Entscheidungen dem Votum der hauptstädtischen Börse zu folgen, so finden ihre Regeln nur Anwendung auf die Gesellschaften von mehr lokaler Bedeutung, deren Papiere in den Verkehr jener nicht Eingang gefunden haben[377]).

Nach dieser Darstellung des positiven Rechts, ist es unsere Aufgabe, an die Kritik desselben zu gehen. Wir werden dabei indess jene vier Abtheilurgen in anderer Reihenfolge besprechen, eine Aenderung, deren Zweckmässigkeit sich aus dem Folgenden ergeben wird.

II. Kritik des positiven Rechts.

I. Die Voraussetzungen zum Recht des Börsenbesuchs. — Durch die Zusammensetzung der Börse, welche durch die Voraussetzungen für die Theilnahme an den Versammlungen bestimmt ist, werden die Interessen des Publikums nach drei Richtungen hin berührt. Es fragt sich: Wie beeinflusst sie die Sicherheit des Verkehrs zwischen den Angehörigen des Vereins und den draussen stehenden Personen? Was leistet sie für die Gewissenhaftigkeit und Redlichkeit in der Erfüllung der Mandate der Auftraggeber? Wie wirkt sie auf die Qualität der Spekulation?

Bezüglich des ersten Punktes ist nun klar, dass Alles, was die Sicherheit des Verkehrs unter den zum Besuche der Börse Berechtigten hebt, auch für das weitere Publikum die Garantieen für eine Befriedigung seiner Forderungen an jene erhöht. Hier aber vermag die Londoner Stock Exchange mittelst der Beschränkung ihrer Mitglieder auf den Effektenhandel und der Abhängigmachung des Eintritts in den Verein von jenen Bedingungen, welche für Besonnenheit im Geschäftsbetriebe in gewissem Masse Gewähr leisten, vollkommenere Zustände zu schaffen als die deutschen Börsen, die den in anderen kaufmännischen und nichtkaufmännischen Berufszweigen thätigen Personen wie jedem Taugenichtse und leichtsinnigen Subjekte offen stehen.

Es würde indessen möglich sein, die Vertrauenswürdigkeit des ersteren Instituts noch um ein Erhebliches zu steigern durch Hinzufügung einer weiteren Voraussetzung für den Erwerb der Mitgliedschaft. Es ist nachgewiesen worden, dass, obwohl der Theil der Vereinsangehörigen, welcher längere Zeit als Gehülfe fungirt hat, weit grösser ist als derjenige, welcher sich in dieser Stellung nicht befunden hat, die Zahl der Falliten aus beiden doch ziemlich gleich ist. Auf 41 aus den Reihen des ersten kommen 39 aus den Reihen des zweiten[378]). Es kann gar keinem Zweifel unterliegen, dass diese Thatsache mit der Absolvirung resp. Nichtabsolvirung einer Lehrlingszeit in Kausalzusammenhang steht.

Im Börsenverkehr hängt die Wahrung der Zahlungsfähigkeit ab von der Kenntniss der den Werth der einzelnen Effekten, in denen man handelt, bestimmenden Faktoren und wie überall, wo Verträge üblich, bei denen Abschluss und Erfüllung zeitlich von einander getrennt sind, von der Kenntniss der Kreditwürdigkeit der Personen, mit denen man geschäftliche Beziehungen anknüpft. Diese aber ist bei den Angehörigen

der Stock Exchange ausserordentlich verschieden. Bei allen kommt zunächst die Grösse des Vermögens in Betracht, wenngleich weniger bei den auf fremde Rechnung handelnden Maklern als den auf eigene operirenden Händlern. Da aber giebt es neben Mitgliedern, besonders Händlern, die ein umlaufendes Kapital von mehreren hunderttausend Pfund haben, solche, die bereits ihre Solvabilität einbüssen, wenn ihre Verbindlichkeiten einige hundert Pfund übersteigen. Thatsächlich befanden sich unter den 265 Falliten der Jahre 1867—1877 51, welche schon bei einem Passivabetrage von noch nicht 1000 £ sich ausser Stande gesehen hatten, ihren Verpflichtungen nachzukommen. Von grosser Bedeutung ist ferner bei den Händlern die Natur der Effekten, in denen sie den Verkehr vermitteln. Englische Konsols sind geringen, gewisse ausländische Werthe wie Türken und Egypter, die Mehrzahl der Aktien sind den allerheftigsten Preisschwankungen ausgesetzt. Ist es doch vorgekommen, dass eine einzige Firma an einem Morgen 61 000 £ in Suezkanalaktien verloren hat[379]).

Andere Punkte sind für die Kreditwürdigkeit des Maklers entscheidend. Wesentlich ist vornehmlich die Art der von ihm ausgeführten Geschäfte. Es giebt Makler, welche grundsätzlich keine Aufträge spekulativer Art annehmen; ihre Zahl wird auf 15 % der Gesammtheit der Makler geschätzt[380]). Andere wieder haben sich ganz besonders auf die Vermittelung des spekulativen Verkehrs geworfen[381]). So hatte z. B. eine einzige Firma in den letzten Jahren an jedem Liquidationstermine Geschäfte über durchschnittlich 750 000 £ zu reguliren, wovon nicht weniger als 700 000 £ auf die spekulativen entfielen[382]). Noch andere Makler lassen sich sogar auf eigene Rechnung in mitunter recht ausgedehnte Spekulationen ein. Es ist aber klar, dass je mehr in dem Geschäftsbetriebe Jemandes die Spekulation vorherrscht, desto grösser die Gefahr ist, dass ihn Verluste treffen, welche seiner Vermögenslage verderblich werden können. Alsdann ist zu achten auf den Grad der Vorsicht, welchen der Makler den Kommittenten gegenüber in Anwendung bringt. Einige lassen sich bei Annahme der Aufträge Deckung für eine Summe geben, welche dem möglichen Verluste auf die einzuleitende Operation gleichkommt, einige nehmen mit einer geringeren vorlieb, einige begehren solche gar nicht[383]).

Die Kenntniss der den Werth der Effekten bestimmenden Faktoren lässt sich nun allerdings auch ausserhalb der Räume der Stock Exchange erlangen, nicht aber eine genügende Information über all die genannten persönlichen Verhältnisse. Diese ist nur zu gewinnen im Börsenverkehr selbst und auch hier erst, da der Geschäftsbetrieb nicht offen am Tage liegt, durch jahrelange fleissige Beobachtung. Der Neuling, der in dem Moment, da er die Börse betritt, sogleich in eigenem

Interesse thätig zu werden beginnt, entbehrt nothwendiger Weise der Sicherheit, dass sein Geschäft auf einer soliden Basis sich bewege. Die Einführung einer obligatorischen Lehrlingszeit muss daher als in hohem Grade wünschenswerth erscheinen und würde auch kaum als eine drückende Fessel der freien Bewegung empfunden werden, da bereits heute eine grosse Anzahl von Vereinsmitgliedern durch diese Schule gegangen ist[384]).

Auch auf den deutschen Börsen würde es möglich sein, die Sicherheit des Verkehrs um ein Beträchtliches zu heben, wenn man ähnlich wie in England von jedem Börsenbesucher auf einige Jahre die Hinterlegung einer Summe von 10 000, 15 000 oder 20 000 Mark, kurz in einer den Verhältnissen jedes Platzes angepassten Höhe, die zur Erfüllung seiner Verpflichtungen aus Börsengeschäften in erster Linie bereit gestellt wäre, resp. für den gleichen Betrag oder besser noch einen grösseren die Stellung von Bürgen verlangte. An der Durchführbarkeit einer solchen Massregel kann gar nicht gezweifelt werden und es würde die Aufgabe der Staatsregierung sein, die nöthigen Bestimmungen zu treffen.

Die eigenartige Zusammensetzung der Londoner Börse mit ihrem Ausschluss der unbeschränkten Konkurrenz giebt ferner eine Bürgschaft für die gewissenhafte und redliche Erfüllung der Aufträge seitens der Makler. Der von allen Hemmnissen befreite Wettbewerb unter letzteren hat freilich eine Herabsetzung der Gebühren zur nothwendigen Folge, aber diese Verbilligung der Leistungen ist oft nur das Gegenstück zu einer Verschlechterung derselben, indem der Unterhändler es unterlässt, die nöthige Sorgfalt aufzuwenden, um die Interessen seines Kommittenten in der wirksamsten Weise wahrzunehmen und die günstigsten Vertragsbedinguugen für ihn zu erspähen[385]). Der übliche Hinweis darauf, dass eine Minderung der Qualität von Leistungen für den Konsumenten ein Anlass sein werde, seine Kundschaft dem bisherigen Produzenten zu entziehen und einem andern, tüchtigeren, zuzuwenden, muss hier als nutzlos entfallen, da eine Kontrole über die sorgsame Ausführung des Auftrages ausserordentlich schwierig ist und in den seltensten Fällen zu einem sicheren Resultate führt.

Die in keine Schranken gebannte freie Konkurrenz führt aber noch weit schlimmere Uebelstände mit sich. Wo das Gewerbe der Vermittlerthätigkeit, das weder besondere Kenntnisse, noch Vermögen, noch Körperkraft, sondern nur Rührigkeit erheischt, von Jedem ausgeübt werden darf, wird sich dasselbe mit einer Zahl von unlauteren Elementen anfüllen, die hier am ehesten Gewinn zu machen hoffen. Diese betrügerischen Naturen beginnen dann ihre redlicheren Konkurrenten durch die denkbar niedrigsten Kurtagesätze zu unterbieten, nicht um sich mit einem so geringen Verdienste

zu begnügen, sondern in der Absicht, durch Anrechnung falscher Kurse das und womöglich noch mehr wieder herauszuschlagen, worauf sie scheinbar verzichtet haben. Eine Entdeckung ist auch hier nur in seltenen Fällen möglich und mancher Unkundige, der keine Ahnung davon besitzt, wie leicht an der Börse betrogen werden kann, wird durch die blendenden Offerten in die Falle gelockt, um schwere Summen geprellt, wo er einen vortrefflichen Unterhändler aufgetrieben zu haben wähnt. Der Selbsterhaltungstrieb zwingt endlich auch die besseren Naturen die Bahnen des Betruges zu beschreiten, und wie ein Geschwür frisst das Uebel um sich, das gesunde Fleisch vergiftend [386]). Auch mit Bezug auf diesen Punkt würde die für Deutschland vorgeschlagene Reform die wohlthätigsten Wirkungen äussern durch Fernhaltung vieler vertrauensunwürdiger Personen.

Es liegt der Gedanke nahe, dem geschilderten verwerflichen Gebahren entgegentreten zu wollen durch Aufstellung eines bindenden Gebührentarifs und Androhung von Strafen auf Abweichungen von den in demselben fixirten Sätzen, sei es nach unten oder oben. Eine derartige Massregel würde nun zunächst unverträglich sein mit dem freien Zutritt zur Börse und der Freiheit des Maklergewerbes. In Frage könnte ihre Einführung nur kommen bei Instituten, wie es die englischen Börsen sind. Ja, in Glasgow und Birmingham [387]) findet sich dieser Gedanke bereits zur allgemeinen Zufriedenheit, wie man versichert, verwirklicht. Indess bietet es doch erhebliche Schwierigkeiten, die Kurtagesätze so zu normiren, dass sie auch im Einzelfalle und nicht bloss im Allgemeinen berechtigten Anforderungen genügen könnten. Die Höhe der Gebühren müsste zunächst abgestuft werden nach der Grösse der zu verhandelnden Beträge, da mit dem Umfange des Geschäfts nicht in gleichem Masse die Mühe bei Effektuirung des Auftrages wächst. Die Sätze müssten sodann andere sein bei den kurrenten als bei den nicht kurrenten, da zum Abschluss von Verträgen über jene sich eher Gelegenheit bietet als über diese. Endlich kann der Makler mit Recht verlangen, einen alten, häufig vorsprechenden Kunden wohlfeiler bedienen zu dürfen, als Jemanden, der nur selten seine Thätigkeit in Anspruch nimmt [388]). Wenn in Glasgow diese Schwierigkeiten überwunden werden konnten, so mag das seinen Grund haben in den vergleichsweise einfachen Verhältnissen dieser Börse, die sich ja in der Hauptsache nur mit dem kapitalistischen Geschäfte befasst. Es ist aber sehr unwahrscheinlich, ob das Gleiche in London gelingen würde. Selbst aber, wenn dies möglich sein sollte, ist es immer noch nicht leicht, den Vortheil zu sehen, den der offizielle Gebührentarif bringen könnte, denn da offenbar die Gefahren viel weniger in einer Ueberschreitung der fixirten Sätze als in einem Hinuntergehen unter

dieselben liegen, so fehlt der Anlass, eine verbotswidrige Handlung zur Anzeige und zur Bestrafung zu bringen.

Wir kommen zur Betrachtung des dritten Punktes, des möglichen Einflusses der Zusammensetzung der Börse auf die Qualität der Spekulation, desjenigen Punktes, an dem in erster Linie der wirthschaftliche Werth der Verfassung dieses Instituts zu messen ist. In welchem Masse vermögen durch sie jene bedauerlichen und schädlichen Auswüchse der Spekulation, Betrug, Leichtsinn und Theilnahme der Unfähigkeit zurückgedrängt oder beseitigt zu werden?

Die Londoner Börse birgt, wie man sich erinnern wird, keine Spekulanten in sich. Händler wie Makler üben vermittelnde Funktionen aus und unterscheiden sich nur dadurch, dass jene auf eigene, diese auf fremde Rechnung kontrahiren. Freilich hat in den letzten Jahren, welche dem Vereine eine grosse Zahl neuer Mitglieder zuführten, in Folge geminderter Einträglichkeit des Unterhändlergewerbes bei einer Reihe von Maklerfirmen die Gewohnheit Platz gegriffen, selbst sich in spekulative Operationen einzulassen[389]). Allein diese offenbare Unsitte besteht immerhin doch nur in verhältnissmässig engen Grenzen und wird zweifelsohne durch entsprechende Verbote beseitigt werden, wie man den gleichzeitigen Betrieb des Makler- und Händlergewerbes und die Theilnahme an einem andern Geschäft als dem Effektenhandel untersagt hat, obwohl auch hierdurch das Feld der Erwerbsthätigkeit für den Einzelnen erheblich eingeengt worden ist. Denn da die Sicherheit des internen Verkehrs zum grossen Theil beruht auf der Haftung zweier Vermögensmassen für die Erfüllung ein und derselben Verbindlichkeit, der des Maklers und der seines Kommittenten, so muss eine beträchtliche Ausdehnung eigener Spekulationen unter den Maklern der alten Solidität Gefahr bringen und den Wunsch erzeugen, ihr entgegenzutreten. In Manchester haben diese Erwägungen bereits dazu geführt, dass jeder Fallite, dem spekulative Geschäfte auf eigene Rechnung nachgewiesen sind, auf immer von dem Vereine fern gehalten wird und in London soll wenigstens vor der Entscheidung über ein Gesuch eines Falliten um Wiederaufnahme festgestellt werden, ob und in welchem Masse er an jener Unsitte sich betheiligt hat, und nach dem Ergebniss der Prüfung der Restituirte in die eine oder andere Klasse eingereiht werden.

Diese Eigenthümlichkeit der Londoner Börse, ganz oder doch fast ganz frei zu sein von Spekulanten, bringt sie aber in eine beachtenswerthe Stellung zu den Ausartungen der Spekulation. Sie muss nämlich die Abwesenheit von Betrug und Leichtsinn als in ihrem eigensten Interesse liegend erkennen. Beides kann dem Haussier und Baissier zwar grossen Verlust, aber auch grossen Gewinn bringen und die Hoffnung, letzteren im Einzelfalle zu erringen, ist regelmässig viel zu gross,

als dass der Hinblick auf die andere Eventualität sie geneigt machen könnte, die Bestrafung und Unterdrückung jener Ausschreitungen in Angriff zu nehmen. Dem auf Rechnung der Spekulanten agirenden Makler droht davon aber nur Verlust. An den Gewinnen, welche die Folge des Betrugs und Leichtsinns sein können, partizipirt er nicht, da er in jedem Falle mit der üblichen Kurtage abgefunden wird, wohl aber können ihn die Verluste in Mitleidenschaft ziehen, da er mit dem Händler in eigenem Namen kontrahirt. Sein Interesse geht demnach unbedingt auf Beseitigung jener Auswüchse. Dem Händler hinwiederum, der seiner spezifischen Rolle gemäss im Hinblick auf alle die Umstände, welche die Neigung zum Kauf und Verkauf beeinflussen, die Kurse so zu stellen hat, dass das effektive Angebot und die effektive Nachfrage sich möglichst gleich bleiben, muss bei Vorhandensein von Betrug und Leichtsinn die Lösung seiner Aufgabe erschwert werden, da die Wirksamkeit dieser schlechterdings zufälligen Faktoren sich jeder genauen Schätzung entzieht. Wo sie fehlen, ist seine wirthschaftliche Position gesicherter, als wo sie ihr Wesen treiben. So ergiebt sich der Wille der Londoner Stock Exchange, die Ausschreitungen der Spekulation zu bekämpfen, als eine logische Konsequenz ihrer Organisation.

Dieser Wille findet aber noch in etwas Anderem seine Nahrung. Die Gleichartigkeit der Beschäftigung, die Abgesondertheit von den in anderen Wirthschaftszweigen thätigen Personen, die Gemeinschaftlichkeit der Interessen, die starke Abhängigkeit des Einzelnen von der Vereinsgewalt begründen jenes enge Verhältniss unter den Mitgliedern, das ein Gefühl genossenschaftlicher Ehre und Pflicht zu erzeugen vermag. Wie aber jede Genossenschaft in höherem Masse als die isolirte Einzelexistenz in den Dienst der Gesammtinteressen tritt, weil sie weiterhin sichtbar, der Gesellschaft gleichsam näherstehend als das Individuum von der gesellschaftlichen Anerkennung und Missachtung eher erfasst werden kann, so muss auch die Vereinigung der Stock Exchange es als eine unabwälzbare Aufgabe ansehen, an ihrem Theile für das Wohl der Gemeinschaft zu sorgen. Von dieser Vorstellung neben den Erwägungen des eigenen Vortheils geleitet, hat sie den Kampf begonnen gegen das auf die Aneignung der Ersparnisse der Nation lauernde Gründerthum und das mit der Emission von Anleihen verknüpfte betrügerische Unwesen; von dieser Vorstellung geleitet, hat sie im Widerstreit mit ihren pekuniären Interessen die von feindlichen Mächten kontrahirten Anleihen zurückgewiesen und die Annahme spekulativer Aufträge seitens unselbstständiger Personen untersagt; von dieser Vorstellung geleitet, muss sie auch dazu gelangen, die Niederhaltung der Ausartungen der Spekulation mehr als bisher in ihr Programm aufzunehmen.

Allein, wo hat die Börse die Möglichkeit, diesen ihren

Willen zu verwirklichen, da ja die Spekulanten sich ausserhalb ihrer Machtsphäre bewegen? Diese Möglichkeit aber ist vorhanden, wenn den der Autorität der Vereinsgewalt unterworfenen Maklern die Kontrole über die Spekulation übertragen wird.

Um den schädlichen Manipulationen einen Damm entgegenzusetzen, würde der Makler verpflichtet werden müssen, sich Gewissheit zu verschaffen, ob sein Kunde redlich zu Werke geht oder nicht. Die thätige Theilnahme des Maklers am Betruge wie ein geheimes Einverständniss desselben würde mit den härtesten Strafen bedroht werden müssen. Es würde zu untersagen sein, Aufträge von Spekulanten, Gründern, Direktoren von Gesellschaften, Emittenten und Uebernehmern von Anleihen entgegenzunehmen, wenn Thatsachen vorliegen, die das Vorhandensein unlauterer Zwecke und die Anwendung unreeller Mittel wahrscheinlich machen. Insbesondere müsste das Verbot ergehen, in Verbindung zu treten mit Personen, die als Betrüger, sei es in ihrer Eigenschaft als Spekulanten oder Gründer oder einer sonstigen bereits entlarvt und allgemein bekannt geworden sind, falls nicht über die kapitalistische Natur des beabsichtigten Geschäfts zweifellose Gewissheit vorläge. Es kann sicherlich angenommen werden, dass die Gefahr, der Möglichkeit, ihre Aufträge ausführen zu lassen, beraubt zu werden, für Viele ein wirksames Motiv sein würde, ihre Operationen mit grösserer Redlichkeit und Gewissenhaftigkeit zu betreiben.

Diese Massregeln sind auch nicht so aussergewöhnlich und absonderlich, wie sie auf den ersten Blick vielleicht scheinen mögen. Bereits heute besteht die Vorschrift, dass der das Gesuch um Zulassung eines neuen Aktienpapiers unterzeichnende Makler sich über die Natur des Unternehmens wie den Karakter der betheiligten Personen vergewissern soll und Strafen zu gewärtigen hat, wenn er absichtlich oder in Folge nachlässiger Untersuchung eine mit den Regeln geschäftlicher Moralität in Widerspruch stehende Gründung empfohlen hat. Zur Durchführung jener Reformen bedürfte es desshalb gar nicht mehr der Einfügung eines neuen Grundsatzes in das Rechtssystem der Stock Exchange, sondern nur der weiteren Ausdehnung eines in demselben bereits enthaltenen.

Um weiter dem allzu leichtsinnigen Operiren Halt zu gebieten, würde es zweckmässig sein, die Makler zu verpflichten, sich von ihren Kunden stets, wofern die dauernde Zahlungsfähigkeit nicht über jeden Zweifel erhaben wäre, bei Entgegennahme der Aufträge Deckung in baarem Gelde oder Werthpapieren geben zu lassen, welche dem Betrage des möglichen Verlustes gleichkommen müsste. Nach der Lage des Marktes wird dieser Betrag bald grösser, bald geringer sein. Da leichtsinniges Spekuliren sich vor Allem manifestirt in dem Eintreten

in weit die Mittel übersteigende Engagements, so würde die Nothwendigkeit der Kautionsstellung ein ausreichendes Hemmniss gegen ein derartiges Vorgehen bilden. Auch durch diese Bestimmung würden nicht vollständig neue und ungewohnte Zustände geschaffen werden, da es schon heute unter einer beträchtlichen Anzahl von Maklern üblich ist, für unbekanntere Auftraggeber nur nach Empfang genügender Sicherheit Geschäfte abzuschliessen.

Es fragt sich indess, ob die in Vorschlag gebrachten neuen Regeln auch praktische Bedeutung erlangen, ob sie über eine papierne Existenz hinauskommen würden. Man könnte den Einwand erheben, dass die Schwierigkeit, ein verbotswidriges Verhalten auf Seiten der Makler zu entdecken, viel zu gross sei, als dass der Einzelne geneigt sein möchte, den ertheilten Vorschriften Folge zu leisten. Es lässt sich auch nicht leugnen, dass, wenn auch mitten im Börsenverkehr stehende Personen häufig in der Lage sein werden, betrügerische Manipulationen und eine Mitschuld des Maklers ausfindig zu machen, doch stets in einer grossen Zahl von Fällen der strafbare Thatbestand sich nicht wird mit solcher Klarheit feststellen lassen, dass zu einer Verurtheilung geschritten werden könnte. Uebertretungen der wider leichtsinniges Spekuliren erlassenen Gesetze würden sogar häufig dem Komité erst zur amtlichen Kenntniss kommen bei Eintritt der Zahlungsunfähigkeit des Maklers, da eine Durchsicht der Bücher wohl als ein in unnatürlicher Weise die Freiheit und Unabhängigkeit des Einzelnen beschränkendes Mittel von vornherein als unmöglich erachtet werden muss. Was aber der Schwierigkeit der Entdeckung und der aus ihr möglicherweise folgenden Unlust zum Gehorsam gegenüber ein wirksames Gegengewicht bilden würde, ist die ausserordentliche Strenge der für den Fall der Ueberführung zu gewärtigenden Strafe, die Thatsache, dass der Ausschluss aus dem Verein das ehemalige Mitglied der Basis seiner wirthschaftlichen Existenz beraubt und in die Nothwendigkeit versetzt, sich einen ganz neuen ökonomischen Wirkungskreis zu suchen.

Indess würde dieser Umstand allein noch nicht genügend sein, die Waagschale zu Gunsten der praktischen Durchführbarkeit jener Reformen zu senken, so lange die Zahl der Makler eine übermässig grosse und der Wettbewerb unter ihnen ein allzu scharfer wäre. Durch diesen würde der Einzelne, um sich eine zahlreiche und einträgliche Kundschaft zu verschaffen, dazu getrieben werden, wie die Gebühren so auch die übrigen Anforderungen an die Kommittenten herab zu setzen und die übrigen Kontraktsbedingungen zu mildern, ein Auge zuzudrücken, wo die Unredlichkeit mit im Spiele ist, und Deckung seltener und in geringerem Betrage zu verlangen. Zum dritten Male ist demnach hier darauf hinzuweisen, wie wenig befriedigende Zustände im Börsenverkehr Platz greifen müssen,

wenn die Konkurrenz unter den Maklern nicht in sehr enge Schranken gebannt ist.

Glücklicherweise entspricht es der Natur der Londoner Börse als einer Genossenschaft, die in einer besonderen wirthschaftlichen Thätigkeit ein faktisches Monopol geniesst, den Zutritt zum Verein viel eher zu erschweren als zu erleichtern. Thatsächlich zeigt auch ihre Geschichte, dass in den fast 80 Jahren ihres Bestehens die Aufnahme neuer Mitglieder an immer härtere Bedingungen geknüpft worden ist. Allerdings hat sich in den letzten Jahren die Mitgliederzahl fast um das Doppelte vermehrt. Am 25. März 1863 gab es 1107, am 25. März 1877 2008 Mitglieder[390]). Aber diese auffallende und unstreitig von bedenklichen Folgen begleitet gewesene Erscheinung hat zum grossen Theile ihre Ursache in der ausserordentlichen Zunahme des Effektenverkehrs gehabt und in der allgemeinen Vertrauensseligkeit, die aus der wirthschaftlichen Prosperität des Endes der 60er und des Anfangs der 70er Jahre hervorging, — also in vorübergehenden Verhältnissen. Derartige Zeiten können freilich wieder kommen und es darf keinem Zweifel unterliegen, dass, wenn ein glänzender Aufschwung von Handel und Industrie die gesammte Geschäftswelt und darüber hinaus weite Kreise des Volks in einen falschen Optimismus und verhängnissvolle Sicherheit wiegt, auch ein Verein wie die Londoner Börse dieser allgemeinen Stimmung seinen Tribut zu entrichten haben und etwas von der ängstlichen Sorgfalt ablassen wird, mit welcher er sonst die Eingangspforten zu dem Institute zu bewachen pflegt. Allein wenn überhaupt darauf zu rechnen ist, dass durch trübe Erfahrungen die Einsicht reift, so muss sich eine Besserung am frühesten in einem enggeschlossenen Kreise zeigen, wo die von einem fehlerhaften Verhalten angerichteten Verwüstungen am leichtesten überschaut werden können und am festesten in der Erinnerung haften bleiben. Jedenfalls wird die Behauptung gewagt werden dürfen, dass durch keine andere Einrichtung besser als durch die rechtliche und faktische Organisation der Londoner Börse eine schädliche Ueberfüllung des Maklergewerbes verhütet werden kann.

Diese Einschränkung der Konkurrenz unter den Maklern bietet nun auch Garantieen dafür, dass wie sie für die Unterdrückung von Betrug und Leichtsinn in der Spekulation Gewähr leistet, so auch die Unfähigkeit in gewissem Masse von dieser Thätigkeit ferngehalten werde. Offiziere, Geistliche, Handwerker und Personen noch niederen Grades als letztere, die als vollständig untauglich angesehen werden müssen zur Abschätzung der Rentabilität und Solidität einer Kapitalsanlage, sind in den seltensten Fällen aus eigener Initiative in die Spekulation eingetreten, sondern dahin durch kurtagegierige Makler und gewissenlose Spekulanten unter Vorspiegelung

glänzender Vortheile verleitet worden[391]). Wenn nun die Mitgliederzahl der Börse auf einer Höhe erhalten wird, dass jeder einzelne Makler aus der Ausübung seines Gewerbes mit Leichtigkeit ein nach der Auffassung eines Gentleman hinreichendes Einkommen zieht, so fällt der Anlass fort, selbst oder durch Aussendung von Agenten auf die Erwerbung neuer Kundschaft um jeden Preis auszugehen.

In dieser Weise vermag die Londoner Börse die Reinigung der Spekulation von ungesunden Elementen in einem Masse zu besorgen, wie es kaum von der staatlichen Gesetzgebung erreicht, geschweige denn übertroffen werden kann.

Ist nun die Berliner, überhaupt die deutsche Börse in gleicher Weise wie die Londoner im Stande, diese der Volkswirthschaft so nützliche Funktion zu verrichten? Der aufmerksame Leser wird diese Frage bereits verneinen, da er bemerkt haben wird, dass sie gerade derjenigen Eigenschaften ermangelt, welche als nothwendige Voraussetzungen für die Lösung jener Aufgabe erkannt worden sind.

Zu den deutschen Börsen haben die Spekulanten nicht nur Zutritt, sondern sie bilden sogar die Mehrzahl von den massgebenden Elementen unter den Besuchern. Die grossen Bankfirmen und Kommissionshäuser beherrschen nicht nur das geschäftliche Treiben, sondern auch das rechtliche Leben der Börse; sie üben ihren bestimmenden Einfluss aus auf die Vorstandswahlen und ihre Meinung wiegt schwer, wenn es sich um Erlass irgend welcher Massnahmen handelt. Spekulanten aber sind der Mehrzahl nach nie geneigt, scharfe Massregeln gegen Betrug und Leichtsinn zur Empfehlung zu bringen. Sie werden in ihrem persönlichen Interesse viel eher für die völlige Freiheit des Verkehrs in die Schranken treten. Zudem birgt eine Versammlung von Spekulanten nothwendiger Weise einen solchen Widerstreit der Interessen in sich, dass die Zusammenschliessung der Einzelnen zu einer innigeren Verbindung, in der ein Gefühl gemeinschaftlicher Ehre und Pflicht erwachen könnte, unmöglich ist. Ebenso gering aber, wie aus diesen Gründen die Neigung zur Aufstellung von Regeln wider die Ausschreitungen der Spekulation sein muss, würde die Neigung sein, die etwa durch staatlichen Einfluss zu Stande gebrachten Bestimmungen mit Strenge zu handhaben.

Gesetzt aber, der gute Wille zu Beidem wäre in der Börsenleitung vorhanden, würde dann hier das gleiche Resultat erzielt werden können wie in London? Zunächst ist klar, dass zur Erreichung des Zieles wegen der andersgearteten Verhältnisse andere Massregeln ergriffen werden müssten. Da auf den deutschen Börsen die Spekulanten selbst sich bewegen, so wären die Anordnungen vor Allem unmittelbar gegen diese zu richten. Es müsste etwa die allgemeine Vorschrift erlassen werden, dass, wer einen Betrug der einen oder anderen Art

sich zu Schulden kommen lasse, von der Börse ausgeschlossen werden soll. Daneben noch den Makler mit einer Kontrole über die Spekulanten zu belasten, ähnlich, wie es für London empfehlenswerth schien, ist hier unthunlich. Im spekulativen Verkehr hat die Uebernahme bereits die grösste Ausdehnung gefunden. Der übernehmende Makler aber hat wie der Händler der Londoner Börse all seine Aufmerksamkeit den den Werth der Effekten bestimmenden Faktoren zuzuwenden, falls er in gesicherter Position verharren will. Ihm noch zumuthen, die Lauterkeit der Absichten des Spekulanten, der seine Dienste in Anspruch nimmt, zu prüfen, hiesse Unbilliges von ihm verlangen. Zudem hat ja der Spekulant das Recht, selbst zu kontrahiren, bedarf der Hülfe eines Maklers nicht unbedingt und kann sich einer etwaigen Kontrole demnach leicht entziehen. Nur dem Kommissionär, der von auswärtigen und ortsansässigen, aber nicht die Börse besuchenden Personen spekulative Aufträge entgegennimmt, könnte jene Pflicht ebenso gut wie dem Makler der Londoner Stock Exchange auferlegt werden, aber hinter ihm stehen nicht viele Spekulanten, jedenfalls keine tonangebenden Persönlichkeiten, sondern mehr die, welche in gutem Glauben folgen, wenn jene ein Steigen oder Sinken der Kurse zu Wege gebracht haben.

Was die für London als zweckmässig erkannte Anordnung zur Verhinderung leichtsinniger Spekulationen anlangt, so liesse auch diese in unveränderter Gestalt sich nur auf die Kommissionäre anwenden, nicht aber im internen Verkehr der Börse. Wie früher ausgeführt, ist es in Deutschland nicht üblich, dass ein Makler in eigenem Namen und auf fremde Rechnung kontrahirt, sondern in den meisten Fällen schliesst er das Geschäft in der Art ab, dass die Obligation zur Lieferung und Zahlung zwischen den beiden Personen, zwischen denen er vermittelt hat, oder, bei der einen Art der Uebernahme, zwischen ihm selbst und demjenigen, welcher ihn um die Uebernahme ersucht hat, entsteht.

Bei der ersteren Form steht der vermittelnde Makler ganz ausserhalb des Obligationsverhältnisses; er ist völlig uninteressirt an der Erfüllung des Vertrages. Es würde desshalb widersinnig sein, ihn in Verbindung zu bringen mit einer etwaigen Pflicht zur Stellung von Kaution. Dieselbe könnte nur den Parteien selbst auferlegt werden. Sie müssten sich gegenseitig Deckung geben in einer Höhe, wie sie die Vorsicht gebietet. Der Makler würde durch diese gegen den Leichtsinn gerichtete Bestimmung gar nicht berührt. Bei der zweiten Form kontrahirt der Makler in eigenem Namen und auf eigene Rechnung, steht demnach im Obligationsverhältniss und würde von jener Vorschrift erfasst werden. Allein diese Form ist die sehr viel seltenere.

Aus all diesem ergiebt sich, dass wenn man auf den deut-

schen Börsen energischer gegen die Ausschreitungen der Spekulation vorgehen wollte, die fraglichen Regeln nur in sehr geringem Masse auf das Verhalten der Unterhändler Bezug haben würden. Das aber hat eine wichtige Konsequenz. Die Schwierigkeit, die Uebertretungen zu entdecken, erheischt als Gegengewicht eine grosse Strenge in der Bestrafung. Nun sind aber die Makler fast die einzigen, welche sich thatsächlich auf eine Funktion, die Geschäftsvermittelung, beschränkt haben und von dem Ausschluss von der Börse ebenso scharf berührt werden würden wie ein Mitglied der Londoner Stock Exchange, da er ihnen die einzige Quelle des Erwerbes zuschütten müsste. Der weitaus grösste Theil der anderen Besucher treibt neben dem Kommissions- oder Spekulationshandel noch ein anderes Gewerbe, vor Allem das Bankiergeschäft, oder hat sonst woher Einnahmen. Für sie ist die Betheiligung am Börsenverkehr nur eine unter mehreren Erwerbsquellen. Jene Strafe, wie unangenehm sie ihnen zweifellos auch wäre, würde sie doch lange nicht so empfindlich treffen wie den Londoner Makler. Die Neigung, den erlassenen Bestimmungen Folge zu leisten, müsste desshalb gerade bei denjenigen gering sein, auf welche sie berechnet wären. Ihre praktische Bedeutung würde schwerlich eine grosse werden. Wollte man aber zur Erhöhung der Wirksamkeit wenigstens der gegen den Leichtsinn gerichteten Vorschrift die Unterhändler nöthigen, sich für die Erfüllung des von ihnen vermittelten Geschäfts beiden Kontrahenten gegenüber stets verbindlich zu machen, so stände zu befürchten, dass in Folge davon auch die Maklerthätigkeit die Form einer Nebenbeschäftigung annähme.

Muss demnach die Frage nach der Befähigung der deutschen Börsen zur Ausübung der Kontrole über die Spekulation bei dem gegenwärtigen Bestande ihrer Verfassung verneint werden, so wirft sich die weitere Frage auf, ob denn diese Verfassung nicht jenem Zwecke gemäss umgeändert werden könne. Ist etwa die Möglichkeit ausgeschlossen, von Staats wegen das Recht zum Besuch der Börse auf Makler zu beschränken und ihnen das Verbot aufzuerlegen, ein anderes Gewerbe als die Vermittelung des Effektenverkehrs zu betreiben? So wenig diese Möglichkeit vom theoretischen Standpunkte bestritten werden kann, so sehr ist das vom praktischen der Fall. Bei der Umstürzung all der althergebrachten Gewohnheiten und Geschäftssitten des Fondshandels, welche die unvermeidliche Folge einer so radikalen Reform sein müsste, wäre ein so heftiger Widerstand von Seiten aller betheiligten Kreise, die jetzigen Makler mit eingeschlossen, zu erwarten, dass die Durchführung eines solchen Planes als unmöglich bezeichnet werden muss. Auch dürften wohl noch manche Zweifel aufsteigen, ob eine derartige Neugestaltung erheblichen Nutzen stiften würde. Denn was die staatliche Gesetzgebung allein

schaffen könnte, ist die äussere Form einer rechtlichen Organisation, aber nicht der genossenschaftliche Geist, der jener erst ein Leben einzuhauchen vermöchte. Dieser kann nur das Produkt einer Jahrzehnte umschliessenden Entwickelung sein, einer allmählichen Gewöhnung der Einzelnen an ein gemeinsames Wirken und Schaffen.

Somit ist eine tiefgreifende Besserung der Zustände des deutschen Effektenverkehrs nur zu erwarten von einer aus den heutigen ungeordneten Börsenversammlungen hervorgehenden innigeren Verbindung der Einzelnen, wie es das Beispiel Englands uns gezeigt hat. Dieser Zusammenschluss kann nur ausgehen von denjenigen Personen, welche wegen der Gleichartigkeit der Beschäftigung und der Interessen thatsächlich schon heute sich näher stehen, den Vermittlern. Die Möglichkeit und Wahrscheinlichkeit eines ähnlichen Entwickelungsprozesses in Deutschland, wie er sich in England bereits vollzogen hat, wird berechtigten Zweifeln nicht begegnen dürfen. Mag auch jenseits des Kanals der Trieb zur Vereinsbildung stärker sein als bei uns, so bestehen doch hier wie dort in den einzelnen Berufssphären gemeinsame Interessen. Sobald dieselben den Einzelnen zu lebendigem Bewusstsein gekommen sind, muss sich der Gedanke erzeugen, das Gemeinsame in gemeinsamem Wirken zu verfolgen und zu fördern. Dieses Bewusstsein als das Ergebniss einer grossen Summe von gleichen individuellen Erfahrungen einer Mehrheit tritt stets auf, sobald die Produktions- und Verkehrsverhältnisse, welche die besondere Art der wirthschaftlichen Thätigkeit und die spezifische Richtung der Interessen des Einzelnen bestimmen, vergleichsweise fest und stabil geworden sind, und wächst mit dem Grade dieser Festigkeit und Stabilität. Diese Entwickelung aber in den Formen des ökonomischen Schaffens vollzieht sich in Deutschland ebenso wohl wie in England. Es handelt sich nicht um das Ob, sondern nur um das Wann. Lehrt doch auch ein Blick auf das gegenwärtige soziale Leben in der Heimath, wie überall die bisher noch ungegliederte und chaotische Masse sich zu genossenschaftlicher Gruppirung fortzuentwickeln strebt, Zuständen nachtrachtet, wie sie das fortgeschrittenere England bereits seit Jahrzehnten kennt. Es wäre ein seltsames Wunder, wenn gerade die Welt der Börse von dieser Bewegung unberührt bleiben sollte. Ja thatsächlich ist auch auf diesem Gebiete bereits der erste Schritt geschehen. Als einen Schritt zu jenem Ziele wird man es wenigstens auffassen dürfen, wenn 1869, wenige Jahre nach der Beseitigung des Instituts der amtlichen Makler in Bremen, sich 22 Vermittler des Effektenverkehrs zur Gründung eines Effektenmaklervereins zusammenthaten. Dieser Verein ist hervorgegangen aus dem allseitig, vornehmlich aber in den Kreisen der Unterhändler empfundenen Bedürfniss, die für das dortige

Effektengeschäft mit der bisherigen ungeregelten Art und Weise der Kursnotirung verbundenen vielfachen Nachtheile und Inkonvenienzen fortzuschaffen. Er bezweckt demgemäss hauptsächlich die Einführung und fortdauernde Sicherstellung einer geordneten und zuverlässigen Notirung der Kurse, sodann aber überhaupt die allseitige Förderung des Effektengeschäfts, sowie die Vertretung der Interessen des Effektenmaklergeschäfts. Mitglied des Vereins kann jeder bremische Effektenmakler werden, dessen Firma auf dem Handelsfirmenbureau eingetragen ist. Bis zur Stunde scheint die Hauptthätigkeit des Vereins sich auf die Besorgung der Kursnotirung beschränkt zu haben und dem zu Folge erstreckt sich auch seine Disziplinargewalt über die Mitglieder in erster Linie auf das Verhalten derselben bei der Angabe von Kursen[392]). Es ist aber nichts sicherer als dass, nachdem einmal ein Organ geschaffen worden ist zur Vertretung der gemeinsamen Interessen der Mitglieder, die Kompetenz der Vereinsgewalt ausgedehnt werden wird, sobald ein neues Bedürfniss sich fühlbar macht.

Man lasse nun die Angehörigen dieser Verbindung ihre geschäftliche Thätigkeit absondern von dem die Handeltreibenden der verschiedensten Art umschliessenden grossen Börseninstitut, man lasse sie durch die Gewissenhaftigkeit und Redlichkeit in der Erfüllung der Aufträge ein faktisches Monopol der Vermittelung des Effektenverkehrs sich erringen — zwei Eventualitäten, die keineswegs unwahrscheinlich sind, — und es sind Zustände erreicht, welche den englischen zwar noch nicht gleich sind, aber doch sehr viel näher stehen als die gegenwärtigen bei uns. Die weitere Fortbildung muss von der Gestaltung der realen Verhältnisse abhangen. Sobald jener oben skizzirte Entwickelungsprozess in den Formen der Vermittelung beendet sein wird, ist in der Art und Weise des Fondsverkehrs der für eine absehbare Zeit denkbar höchste Grad der Vollkommenheit und Stabilität erreicht, die Stetigkeit der Interessen der Einzelnen und demgemäss der Bestand einer Genossenschaft mit kräftigem Leben gesichert. Der Staatsgewalt aber wird die Aufgabe erwachsen, einerseits selbst nicht einen derartigen Werdegang durch ungeschicktes bevormundendes Eingreifen zu stören, andererseits dafür Sorge zu tragen, dass demselben nicht andere Mächte, vor Allem die von der Spekulation beherrschte Börsenleitung, hindernd in den Weg trete.

Es ist in diesem Abschnitte noch das Verhältniss der Fondsbörse zu ähnlichen Instituten, zu den Produkten- und Wechselbörsen, ins Auge zu fassen und speziell die für Deutschland wichtige Frage zu erledigen, ob es wünschenswerth sei, dass dieselben eine rechtliche Einheit bilden. Diese Frage ist auf das Entschiedenste zu verneinen, weil wegen der Ver-

schiedenartigkeit der Bedürfnisse der einzelnen Märkte eine verschiedene Organisation für die einzelnen erforderlich ist. Es liegt ausser dem Bereich der in dieser Arbeit zu lösenden Aufgabe, ausführlich auf die zweckmässigste Gestaltung der rechtlichen Verhältnisse der Produkten- und Wechselbörse einzugehen; hier sind nur diejenigen Umstände ins rechte Licht zu setzen, in welchen die Besonderheiten begründet sind.

Wechsel sind eine Waare, welche dem überwiegenden Theile nach in den kaufmännischen Kreisen haften bleibt, von dem grösseren Publikum nicht verlangt und angeboten wird. Die Vorgänge bei dem Verkehr in diesem Handelsartikel berühren demgemäss die Interessen eines weiteren Kreises nicht und es entfällt die Veranlassung, eines solchen halber Schutzmassregeln in Anwendung zu bringen. Die Geschäftsleute aber bedürfen solcher ohnehin nicht in dem Masse, als es für die grosse Menge erwünscht ist, und speziell bei dieser Waare nicht, weil sie wegen ihrer geringeren Fungibilität von der Spekulation weniger beachtet wird.

Die Produkte, insbesondere Getreide, Spiritus und Kolonialwaaren gelangen allerdings als Massenkonsumptibilien in der einen oder anderen Form und in grossen Quantitäten bis in die untersten Schichten des Volkes und sind auch der Spekulation in hohem Grade unterworfen. Getreide ist sogar ein Lieblingsgegenstand derselben geworden. Indessen, was den ersteren Punkt anlangt, so entnehmen die Konsumenten die Lebensmittel nicht direkt aus dem Börsenverkehr, sondern dem Detailhandel, über welchen die Einzelnen viel leichter eine Kontrole ausüben können, und was den zweiten angeht, so sind die Wirkungen der Spekulation hier lange nicht so weitreichend wie im Fondsverkehr, weil die Detailpreise unabhängig sind von den täglichen und wöchentlichen Schwankungen der Börsenpreise, mögen dieselben auch noch so stark sein, sondern bestimmt werden durch die Durchschnittspreise während längerer Perioden. Diese aber sind das Ergebniss der wahren Nachfrage und des wahren Angebots und können durch jene Ausschreitungen der Spekulation, welche künstliche Marktverhältnisse erzeugen, nicht beeinflusst werden. Endlich darf nicht übersehen werden, dass die Spekulation in Getreide und anderen Waaren nicht zur Nutzbarmachung von Kapitalien durch Ueberleitung derselben in rentable Unternehmungen resp. Vernichtung solcher durch Ueberleitung in verfehlte beitragen kann. Der Fondshandel influenzirt mehr das produktive Leben der Nation, der Produktenhandel mehr das konsumtive.

Diese Umstände, welche die Bedeutung der Wechsel- und Produktenbörse um soviel geringer erscheinen lassen, gestatten denselben auch, eine sehr viel grössere Freiheit in der Bewegung ohne Schaden für die Volkswirthschaft anzunehmen. Ins-

besondere ist es nicht nur erträglich, sondern geradezu wünschenswerth und durch das Bedürfniss geboten, dass auf den fraglichen Märkten die eigentlichen Träger des Angebots und der Nachfrage, die Produktenhändler und Bankiers, persönlich erscheinen, theils damit dem beauftragten Makler ohne Zeitverlust die wegen der geringeren Fungibilität dieser Gegenstände nöthigen Instruktionen ertheilt werden können über den Abschluss eines individuellen Geschäfts nach Vorzeigung der Waarenprobe oder Mittheilung der Namen der Wechselverpflichteten, theils damit den Chefs der Handelshäuser Gelegenheit gegeben werde, persönlich mit einander Rücksprache zu nehmen, neue Geschäftsbeziehungen anzuknüpfen und alte zu befestigen. Letzteres Bedürfniss wird unstreitig auch von den am Fondsverkehr Betheiligten, den Spekulanten und Gründern, wenngleich in abgeschwächtem Masse empfunden; seine Berücksichtigung muss hier aber vor schwerer wiegenden Interessen, die auf jenen Märkten hinwiederum sich nicht geltend machen, zurücktreten.

Wenn nun die verschiedenen Börseninstitute eine rechtliche Einheit in der Art bilden. dass jede Aenderung in dem Rechte des einen ebenso sehr das des anderen trifft, so wird dadurch eine unnatürliche Abhängigkeit des einen von dem anderen begründet. Diese Abhängigkeit muss aber bei der konservativen Natur der Menschen überhaupt und der Freiheitsbeschränkungen abholden Natur der Geschäftsleute insbesondere am stärksten auf Seiten der Fondsbörse sein, weil ihre Bedürfnisse neue, die freie Bewegung fesselnde Bestimmungen erheischen, die Interessen des Wechsel- und Produktenverkehrs hingegen im Wesentlichen die Aufrechterhaltung des gegenwärtigen Rechtszustandes fordern oder doch ertragen können. Demnach ist die vollständige rechtliche Trennung der Fondsbörse von ihren Schwesterinstituten zu erstreben. Ehe sie nicht in irgend einer Weise durchgeführt ist, ist an eine erhebliche Besserung der Zustände des Effektenverkehrs nicht zu denken. Es muss als eine Aufgabe der staatlichen Gesetzgebung angesehen werden, hier die bessernde Hand anzulegen, da ohne ihr Eingreifen der Ausscheidungsprozess zum mindesten sich sehr verzögern müsste. —

II. Die Zusammensetzung des Börsenvorstandes. —

Diese Materie lässt sich mit zwei Worten erledigen. Nichts kann wohl weniger berechtigten Einwendungen unterliegen, als dass die Regelung der Börsenangelegenheiten am zweckmässigsten in den Händen eines von und aus den Angehörigen des Instituts gewählten Vorstandes liege. Nur ein solcher bietet hinreichende Garantien, dass er die neu auftretenden Bedürfnisse als solche erkenne, den Willen bezeuge, sie zu befriedigen und die geeigneten Mittel zu finden wisse. Gegen die in Deutschland durchgeführte Unterstellung der

Börsenversammlungen unter die kaufmännischen Behörden insbesondere ist zudem das Gleiche zu erinnern, wie gegen die Vereinigung der Fonds- mit der Wechsel- und Produktenbörse, da in dieselben ebensowohl Personen, die hauptsächlich an dem Verkehr der letzteren, als auch solche, die hauptsächlich an dem ersteren betheiligt sind, berufen werden. Es muss als eine weitere Aufgabe der Staatsgesetzgebung bezeichnet werden, auch hierin die Fondsbörse auf ihre eigenen Füsse zu stellen.

III. Die Kompetenzen der Vereinsgewalt. —

In Frage können hier nicht diejenigen Befugnisse kommen, die aus der Natur der Börse als einer Versammlung von Geschäftsleuten behufs Erleichterung des Handelsbetriebes mit Nothwendigkeit folgen. Dass die einer solchen Versammlung vorstehende Behörde gewisse Regeln über die Vorbereitung, den Abschluss und die Abwickelung der Verträge aufstellen muss, ist selbstverständlich. Wenn ausserdem zur Sicherung der Solidität im Verkehre Anordnungen getroffen werden, so wird man auch das billigen dürfen, selbst wenn die Freiheit des Einzelnen darunter Schaden leiden sollte, wofern nur jenes Ziel erreicht wird. Ebenso wenig kann die Zweckmässigkeit davon in Zweifel gezogen werden, dass die Entscheidung der Rechtsstreitigkeiten unter den Mitgliedern und die Liquidation des Vermögens der Falliten seitens des Vorstandes resp. unter seiner Aufsicht erfolgt. Durch Beides werden die einzelnen Genossen mit festeren Banden an die gemeinsame Organisation geknüpft, das Gefühl der Zusammengehörigkeit, der genossenschaftlichen Ehre und Pflicht wird gestärkt. Die Beantwortung der auftauchenden Rechtsfragen durch den Vorstand, d. h. durch mit dem Geschäftsleben vertraute Männer, empfiehlt sich zudem wegen der ausserordentlichen Komplizirtheit der zu Grunde liegenden thatsächlichen Verhältnisse, einer Komplizirtheit, die schwerlich von dem dem Börsenverkehre fernstehenden ordentlichen Richter so durchschaut werden könnte, dass genügende Garantieen für eine durchaus billige Entscheidung geboten wären. Hat doch auch im gewöhnlichen Handelsverkehre, der bei Weitem nicht so verwickelte faktische und rechtliche Beziehungen schafft, das Institut der Laiengerichte und die Sitte, Schiedsgerichte anzurufen, überall an Ausdehnung gewonnen. Sodann ist das Börsengericht im Stande, schleuniger die Streitsachen zu erledigen, theils aus denselben Gründen, aus denen es sie richtiger zu beurtheilen vermag, theils weil es nicht in dem Masse mit Geschäften überhäuft und nicht an schleppende Prozessformen gebunden ist wie die ordentlichen Gerichte. Möglichst rasche Beseitigung aller auf Zahlung und Lieferung Bezug habenden Zweifel ist für den so sensiblen Börsenverkehr aber ein dringendes Bedürfniss. Die Liquidation des Vermögens der insolvent gewordenen Mitglieder seitens der dem Vereine angehörenden Gläubiger und unter der Aufsicht des Vor-

standes erscheint aus eben diesen Gründen als sachgemäss [393]). Für sie spricht ausserdem noch der Umstand, dass dadurch vor Allem Gelegenheit geboten ist, die Geschäftsführung eines Genossen gründlich kennen zu lernen, insbesondere zu erfahren, ob der Makler auf eigene Rechnung spekulative Geschäfte gemacht hat und ob er sich von seinen Auftraggebern die nöthige Deckung hat geben lassen.

Nicht [394]) in gleich günstigem Sinne wird man sich aussprechen können über das Bemühen, durch das Mittel der Gewährung resp. Verweigerung der offiziellen Anerkennung neuer Werthe dem Publikum einen Schutz zu Theil werden zu lassen vor unsoliden und unrentablen Kapitalanlagen. So sehr viel Sympathieen man gerade der nach dieser Richtung hin gehenden Thätigkeit der Londoner Börse in den ersten Augenblicken entgegenbringen wird, so muss doch eine eingehendere Betrachtung zu dem Resultate führen, dass die Börse ein ganz ungeeignetes Institut ist zur befriedigenden Lösung jener Aufgabe.

Da die Untersuchung von Seiten des Vorstandes auf keinen Fall vor der Zutheilung der Papiere an die Subskribenten stattfinden kann, d. h. bevor die Kapitalanlage geschehen ist, so liegt die Verhinderung des Zustandekommens von Unternehmungen, welche den aufgestellten Bedingungen nicht entsprechen, worauf es doch gerade ankäme, gar nicht in seiner Macht. Sind auch die Einzahlungen erst zum Theil erfolgt, so wird doch regelmässig mit ihrer Entrichtung fortgefahren, da nicht so bald ein Gläubiger einer fremden Regierung sich zum Aufgeben aller bisher erworbenen Rechte entschliesst und einer alsbaldigen Liquidation einer Aktiengesellschaft sich gleichfalls Schwierigkeiten entgegenstellen, besonders wenn dieselbe bereits wirthschaftlich thätig geworden ist. Soweit daher die Betheiligung erfolgt ist, lässt sie sich nur in seltenen Fällen rückgängig machen und die Untersuchung kommt hier zu spät.

Durch die Verweigerung der offiziellen Anerkennung können indess Personen, die sonst vielleicht sich um die Anschaffung neuer Werthe bemüht haben würden, hievon zurückgehalten werden. Handelt es sich hier nur um den Uebergang der neuen Effekten aus den Händen des einen Theiles des Publikums in die des anderen, so ist, falls derselbe in Folge der Entscheidung des Komités unterbleibt oder zu für die bisherigen Besitzer ungünstigeren Bedingungen stattfindet, das für die Gesammtheit vollständig gleichgültig, von wie grosser Bedeutung es auch für den Einzelnen sein mag, da die Kapitalmenge, welche in das neue Unternehmen aus den Fonds der Draussenstehenden geleitet wird, sich dadurch nicht verringert. Wohl aber bleibt sie geringer, wenn Personen, welche nicht zum Publikum gerechnet werden können, einen grossen Betrag übernahmen und auf irgend einem Wege, etwa dem des Rückkaufs

vor der Zutheilung, erworben haben in der Absicht, denselben an jenes allmählich wieder abzusetzen, sobald dies nun durch die Intervention der Börse unmöglich gemacht oder erschwert wird.

Während sich demnach mit Rücksicht auf das Schicksal der in Wahrheit noch nicht abgegebenen Summe der neuen Effekten die Möglichkeit eines günstigen Einflusses der Kontrole der Stock Exchange nach der einen Seite hin nicht leugnen lässt, macht sich zugleich mit Rücksicht auf eben jenes nach einer andern Seite hin ein höchst bedenklicher Uebelstand geltend. Da nämlich durch die Verweigerung der offiziellen Anerkennung die Existenz der davon betroffenen Unternehmungen in keiner Weise berührt wird, so scheiden sich die auf dem Kapitalmarkte befindlichen Projekte nothwendiger Weise in zwei Klassen, von denen die eine, die privilegirte, im Hinblick auf die andere unleugbar ein grösseres Mass von Vertrauen beanspruchen darf. Bliebe es nun bei der Vorstellung von der nur relativen Vertrauenswürdigkeit jener, so wäre gegen das Dasein von zwei Klassen Nichts zu erinnern. Allein in dem Gedankenkreise der grossen Menge verwandelt sich jene relative Vertrauenswürdigkeit gerade wegen ihrer Relativität, d. h. wegen des Gegensatzes, in welchem die eine Gruppe zur andern steht, nur zu leicht in eine absolute. Diejenigen Unternehmungen, welche die Probe bestanden haben, erscheinen als mit dem Stempel der Solidität versehen. Während die Börse gerade die selbstständige Entscheidung des Publikums provoziren und es in erster Linie nur in die Lage bringen will, über die Rentabilität der Anlage sich ein sicheres Urtheil bilden zu können, beantwortet dieses diese Wohlthat mit einem blinden Vertrauen, wiegt sich in ein verderbliches Gefühl der Sicherheit, prüft weniger, als es ohne die Dazwischenkunft jener Behörde wahrscheinlich gethan hätte, und vereitelt den Zweck jener wohlgemeinten Unterstützung [395]).

Diese Sorglosigkeit der Masse gegenüber den von der Stock Exchange offiziell anerkannten Werthen ist dieser selbst zum Unheil ausgeschlagen. Als nach den Extravaganzen der sechziger und ersten siebziger Jahre der Rückschlag eintrat, die Besitzer der Papiere ihre Anlagen verloren oder stark entwerthet sahen, richtete sich die ganze Erbitterung der Verunglückten gerade gegen sie als die eigentliche Urheberin des Scheiterns ihrer Hoffnungen. Denn sie hatte ja, so überredete man sich, eine moralische Garantie übernommen für die Prosperität der neuen Schöpfungen und da diese zusammengebrochen waren, so musste sie gewissenlos gehandelt haben — ein Urtheil, welches gerade in dem Masse der Gerechtigkeit ermangelte, als das Verhalten der Urtheilsfäller der Vorsicht ermangelt hatte [396]).

Sind diese beiden Schäden, welche dem Kontrolsystem der Börse anhaften auch die schwerstwiegenden, so sind sie doch

nicht die einzigen. Da die Stock Exchange als ein Privatverein Niemanden zwingen kann, sich ihrer Prüfung zu unterwerfen und ihr die erforderlichen Dokumente einzureichen, und auch von Seiten des Staates keine derartige Pflicht für die Emittenten statuirt ist, so liegt die Möglichkeit vor, dass die Verhältnisse mancher Unternehmungen überhaupt nicht oder nicht in dem wünschenswerthen Umfange untersucht werden. Denn so grosse Bedeutung auch die Festsetzung des speziellen Liquidationstermins und die Aufnahme in den offiziellen Kurszettel regelmässig haben, so sind sie doch nicht immer von so hohem Werthe, dass sie nicht unter gewissen Umständen in den Augen der an dem Gelingen des Projektes interessirten Personen vor anderen schwerer wiegenden Interessen zurücktreten könnten. Bei Anlehen wird dergleichen allerdings so bald nicht vorkommen, wohl aber bei Aktiengesellschaften. Sind die Gründer Betrüger, so mag es ihnen in vielen Fällen wünschenswerth erscheinen, ihre Schöpfung dem Auge einer kontrolirenden Behörde fern zu halten, wofern sie nur ihren Raub schon in Sicherheit gebracht zu haben meinen. Diese Möglichkeit liegt besonders bei Unternehmungen geringeren Umfanges vor, die ohnehin nicht auf mehr als die Gewährung des ersten Privilegs zu rechnen haben. Da aber auch nach Verweigerung desselben Geschäfte in den Aktien erlaubt und möglich sind, sobald ihre Erfüllung nur auf die üblichen Liquidationstermine gestellt wird, so kann die Wichtigkeit der Bewilligung eines besonderen Termins auf ein geringes Mass zusammenschrumpfen. Freilich fallen die vorher über die Lieferung der neuen Effekten eingegangenen Kontrakte zu Boden, sobald jener Termin ausfällt, aber das kann gerade den Gründern oder sonstigen Interessenten erwünscht sein.

Man setze folgenden Fall. Es wird die Bildung einer Aktiengesellschaft projektirt, welche die baulichen Anlagen oder die Grundstücke eines Dritten übernehmen soll. Die Gründer haben mit diesem den Ueberlassungsvertrag bereits vor Ausgabe des Prospekts abgeschlossen und zwar mit der häufig vorkommenden Klausel, dass er nur zur Existenz gelangen solle, wenn ein hinreichender Betrag des zu erhebenden Grundkapitals gezeichnet und durch die Einzahlungen darauf die Mittel geliefert worden seien zur Entrichtung des vereinbarten Preises. Der Verkäufer wird in Folge davon wünschen, dass das neue Unternehmen möglichst bald Leben gewinne und wird dazu nach Kräften beizutragen suchen. Er kauft Aktien mit Agio, das Publikum zeichnet und zahlt und er erhält sein Geld. Käme es nun zur Erfüllung der vereinbarten Geschäfte, so hätte er den ganzen von ihm gekauften Betrag abzunehmen, den Preis dafür zu zahlen, der vielleicht der Summe gleichkommt, die er für seine Vermögensobjekte empfangen hat, und wäre nun mit der Sorge belastet, den ganzen

Betrag der Aktien allmählich zu möglicherweise viel niedrigeren als den von ihm bewilligten Kursen abzusetzen. Werden aber jene Verträge ungültig wegen Defizienz der Bedingung, so ist er aller Verpflichtungen und Sorgen ledig und behält nichts destoweniger die Verkaufssumme in ungeschmälertem Umfange. Stecken nun die Gründer und Direktoren der Gesellschaft mit diesem Dritten unter einer Decke und ist der von dieser zu zahlende Preis bereits so hoch normirt, dass auch für sie daraus noch eine erkleckliche Vergütigung abfallen kann, so begreift es sich, dass sie sich nicht beeilen werden, das Börsenkomité mit dem Gesuche um Festsetzung des speziellen Liquidationstermins anzugehen. Werden sie aber dazu von den Aktionären gedrängt, so können sie durch Zurückhaltung wichtiger Dokumente die Erfüllung der Bitte, ja überhaupt eine eingehende Prüfung mit Leichtigkeit verhindern. Derartige Fälle sind nicht unbekannt geblieben [397]).

Es ist weiter auf folgenden Punkt aufmerksam zu machen. Wenn zwei Parteien einen Vertrag abschliessen, so wollen sie auch seine Ausführung und es kann als zweifellos angesehen werden, dass die Personen, welche ein Engagement eingehen über Lieferung und Abnahme von Werthpapieren an einem von dem Börsenkomité festzusetzenden Termine, keineswegs die Gültigkeit des Rechtsgeschäfts von der Zustimmung dieser Behörde abhängig machen, sondern ihr nur die Fixirung des Tages der Abwickelung überlassen wollen. Sie haben keine conditio im Auge, sondern nur einen dies certus an incertus quando. Indem aber das Komité beim Mangel gewisser Voraussetzungen den speziellen Liquidationstermin verweigert, setzt es sich in Widerspruch mit dem wahren Willen der Kontrahenten. Die Bedenken gegen eine derartige Massregel verschwinden auch da nicht, wo sie zum Schutze der einen Partei nach Entdeckung eines Betruges erfolgt, da durch sie nicht nur diejenigen Verträge betroffen werden, die von der einen Seite in betrügerischer Absicht abgeschlossen wurden, sondern auch die von beiden Kontrahenten bona fide eingegangenen hinfällig werden [398]).

Die mitunter erfolgte Verweigerung des speziellen Liquidationstermins hat aber auch zur Entstehung eines gegen die Unparteilichkeit der Untersuchungsbehörde gerichteten Verdachts Veranlassung gegeben. Man hat in mehreren Fällen, so vor Allem in dem der Australian Steam Navigation Company, aus Wuth über die Vereitelung der betrügerischen Pläne die Meinung zu verbreiten gesucht, die Bitte um Festsetzung jenes Termines sei nur desshalb abgeschlagen worden, weil bei der Erfüllung der Geschäfte eine Zahl von Komitémitgliedern erhebliche Verluste erlitten haben würden. Diese Behauptung ist nun eine gänzlich unberechtigte, da nicht ein einziger Fall nachgewiesen worden ist, wo eine parteiische Entscheidung

erfolgt wäre. Es ist vielmehr stets die Sitte inne gehalten worden, dass die an den gerade vorliegenden Angelegenheiten persönlich interessirten Mitglieder an der Berathung oder wenigstens doch an der Abstimmung nicht theilnehmen. Es ist ferner von sämmtlichen Angehörigen des Vereins und auch von ausserhalb desselben stehenden Persönlichkeiten, die als Zeugen von der königlichen Kommission vernommen wurden, erklärt worden, dass jene Verdächtigung jedes thatsächlichen Grundes entbehre [399]). Allein schon das blosse Dasein einer solchen ist unerfreulich und liegt weder im Interesse der Börse noch des Publikums.

Sind nun auch nicht alle diese Uebelstände als nothwendig mit dem Kontrolsystem der Börse verknüpfte zu betrachten, so werden sich doch gerade die gewichtigsten, die beiden zuerst erörterten, schwerlich von ihm trennen lassen, wie immer man jenes auch gestalten möge. Mit Rücksicht darauf wird man die von der Stock Exchange verfolgte Tendenz, durch das Mittel der Gewährung resp. der Verweigerung der offiziellen Anerkennung das Publikum zurückzuhalten von der Betheiligung an ungesunden Unternehmungen als eine prinzipiell verkehrte und verwerfliche ansehen müssen. Es liegt nicht in ihrer Macht, das betrügerische Unwesen, welches in der Gründung von Aktiengesellschaften und der Erhebung von Anleihen hervortritt, wirkungsvoll und, ohne Hunderte in die Irre zu führen, zu bekämpfen, wie sie dazu im Stande ist den Ausschreitungen der Spekulation gegenüber. Der Grund aber, wesshalb sie das Eine kann und das Andere nicht, liegt darin, dass der Spekulant an dem Zentralpunkte des Verkehrs, der von der Börse überschaut und beherrscht wird, handeln muss, der Emittent neuer Werthe hingegen, fern von demselben sein Spiel treiben kann, wo er einem Privatverein unerreichbar ist. Nur soweit auch er sich des Kaufs und Verkaufs von Effekten bedient, kann auch er mit gleichem Erfolg beaufsichtigt werden. In allem Uebrigen aber kann nur die allumfassende Macht der Staatsgewalt sein gemeingefährliches Vorgehen, so wie es nöthig ist, verhindern. Sie kann und soll einerseits die Untersuchung eintreten lassen vor Veröffentlichung des Prospekts und vor der Festlegung von Kapitalien, andererseits die zu leicht befundenen Projekte vernichten, damit nur eine Klasse von Unternehmungen auf dem Markte erscheint, die alle, soweit es auf das Urtheil der kontrolirenden Behörde ankommt, das gleiche Mass von Vertrauen beanspruchen dürfen.

Soll nun der Börse wegen ihrer Ungeeignetheit zur befriedigenden Lösung der von ihr übernommenen Aufgabe das Recht, den Liquidationstermin festzusetzen und über die Aufnahme eines Effekts in das offizielle Kursblatt zu entscheiden, überhaupt genommen werden? Es ist das nicht erforderlich. Sind durch Aufstellung einer Reihe von Bedingungen für die

Gründung von Aktiengesellschaften und Erhebung von Anleihen in dem denkbar weitesten Umfange Massregeln zum Schutze des Publikums ergriffen worden, so hat eine nochmalige Prüfung seitens der Börse keinen Sinn mehr und schwerlich wird sie dann eine solche noch in Scene setzen. Selbst die jetzt so ausserordentlich wichtige Bestimmung, dass der Liquidationstermin den Obligationen einer Regierung abgeschlagen wird, die ihre alten Verbindlichkeiten noch nicht erfüllt hat, kann als überflüssig erscheinen, wenn die Emittenten gezwungen werden, derartige Thatsachen in dem Prospekte anzugeben. Die Furcht, bei dem Bekanntwerden dieser Dinge mit dem Anleiheprojekte ein vollständiges Fiasko zu machen, wird die Regierung ohne Frage veranlassen, vor der Einladung der Kapitalisten zu abermaliger Kreditgewährung, ihre noch bestehenden Schuldverhältnisse in Ordnung zu bringen. Ebenso wenig würde die Verweigerung des Regulirungstages geboten sein, wenn das Vorhandensein eines Betrugsversuches glaubhaft gemacht werden sollte, sondern es würde genügen, denselben für die Betheiligten hinauszuschieben, bis das Straf- oder Freisprechungsurtheil von den ordentlichen Gerichten des Landes gefällt worden. Als unerlässliche Bedingung für die Fixirung des Termins dürfte das Komité freilich die Mittheilung des wirklich ausgegebenen Betrages der neuen Papiere verlangen, da es ohne Kenntniss desselben nicht in der Lage wäre, etwa unter den Mitgliedern entstehende Streitigkeiten über richtige Lieferung zu schlichten. Allein die stete Erfüllung dieser Bedingung wäre gesichert, wenn den Emittenten von Anleihen und den Direktoren von Aktiengesellschaften staatlicherseits die Verpflichtung auferlegt würde, das Komité in der erforderlichen Weise zu benachrichtigen, sobald irgend ein Interessent die Festsetzung des Termins wünschen sollte. Es könnte sich also gar nicht mehr handeln um Gewährung oder Verweigerung, sondern nur noch um Anberaumung desselben. Diese, empfiehlt es sich aber, dem Komité zu überlassen, wenn auch aus Gründen dritten Ranges. Sollte der Termin fixirt werden durch staatliche Vorschrift, sei es ein allgemeines Gesetz oder eine Verordnung im Einzelfalle, so würde zunächst in Betracht kommen der erste regelmässige Liquidationstag nach der Zutheilung der Papiere an die Subskribenten. Allein wenn diese zufällig unmittelbar nach oder gerade an einem solchen stattfindet, so müssen die Kontrahenten noch 14 Tage mit der Abwickelung der Geschäfte warten. Sollte aber irgend ein anderer, etwa der dritte Tag nach jenem Akte ausgewählt werden, so fragt es sich wieder, ob derselbe passend ist mit Rücksicht auf die augenblickliche Geschäftslage auf der Börse. Es ist demnach am richtigsten, die Entscheidung dem Belieben des Komités anheim zu geben.

Was die Aufnahme in den offiziellen Kurszettel anlangt,

so sollte auch sie prinzipiell stets zugestanden werden. Nur Papiere, welche für den allgemeinen Verkehr von verschwindender Bedeutung sind, mögen ausgeschlossen bleiben. Ob ein Effekt in diese Klasse gehöre, wird gleichfalls am besten von dem Börsenkomité beurtheilt werden können. Von selbst versteht sich, dass nach wie vor der wirklich ausgegebene Betrag neben dem zur Emission angekündigten notirt werden muss.

Auf dieses sehr bescheidene Mass würde zweckmässiger Weise die heute so ausgedehnte Thätigkeit der Londoner Börse behufs Ertheilung ihrer Vergünstigungen zusammenschrumpfen, wenn der Staat zum Schutze des Publikums thun wollte, was in seiner Macht steht. Allein ist Jenes auch zu wünschen, wenn es hiezu nicht kommt, wenn das Recht hinsichtlich der Erhebung von Anleihen und Gründung von Aktiengesellschaften in dem unvollkommenen Zustande verharrt, in dem es sich gegenwärtig überall befindet? Es ist schwierig, hierauf eine zutreffende Antwort zu geben und noch schwieriger, sie in befriedigender Weise zu begründen. Uns scheint ein Verlassen des betretenen Weges seitens der Börse so lange nicht am Platze zu sein, als noch das staatliche Recht weit hinter dem Erreichbaren zurückbleibt. Damit ist die von diesem Institut bisher geübte Praxis relativ gerechtfertigt. Ausschlaggebend für diese Meinung sind uns vor Allem folgende zwei Umstände. Erstens ist mit Sicherheit anzunehmen, dass die Befürchtung, die Privilegien nicht zu erlangen, viele Emittenten veranlasst haben wird, sich den bekannten Bedingungen zu akkommodiren. Zweitens hat sich die Kontrole nach einer ursprünglich gar nicht geahnten und beabsichtigten Richtung hin als im höchsten Masse nutzbringend erwiesen. In zahlreichen gegen Gründer und Gründergenossen angestrengten Prozessen nämlich haben die vom Komité festgestellten Thatsachen die Entdeckung von Betrügereien ausserordentlich erleichtert und es wird bezeugt, dass Jahr aus Jahr ein die Gerichtshöfe aus allen Theilen des Landes jene Behörde mit der Bitte angehen, die Untersuchungsakten ihnen zur Durchsicht zuzusenden[400]).

IV. Das Verhältniss der Staatsgewalt zur Börse. —

Die Frage, welche hier in erster Linie Beantwortung erheischt, lautet: Ist es der Lösung der Aufgaben, welche in dem heutigen Wirthschaftsleben der Börse zugefallen sind, förderlich, wenn sie in unbeschränkter Autonomie frei und unabhängig ihr rechtliches Leben regeln darf, oder entspricht es jenem Zwecke besser, die Festsetzung und Abänderung der Statuten der Genehmigung einer staatlichen Behörde zu unterstellen und dieselben mit dem Aufsichtsrechte über die Innehaltung der vereinbarten Bestimmungen zu betrauen? Die Erledigung dieses Punktes hat gesondert zu erfolgen für die englischen und deutschen Verhältnisse.

Man pflegt die staatliche Intervention überall da zu empfehlen, wo allgemeine Interessen auf dem Spiele stehen und die Einzelnen nicht im Stande sind, die Wahrung ihrer Angelegenheiten in ihre Hand zu nehmen. Beide Voraussetzungen liegen hier vor. Die vorstehenden Ausführungen werden genugsam dargethan haben, in wie weite Kreise die Wirkungen hineinreichen, welche von dem Leben und Treiben der Börse ausgehen; es liegt weiter auf flacher Hand, dass die einzelnen Auftraggeber nicht im Stande sind, die Einführung und Innehaltung von solchen Bestimmungen durchzusetzen, wie sie uns als wünschenswerth und erforderlich schienen. Demnach scheint allerdings jene Frage im Sinne des letzteren Theils der Alternative entschieden werden zu müssen.

Von diesen Gesichtspunkten aus hat auch die königliche Kommission in der That ihr Gutachten dahin abgegeben, dass eine vollständige Aenderung der gegenwärtigen Verfassung der Londoner Stock Exchange nothwendig sei. Dieselbe müsse durch königliche Charte oder Parlamentsakte zur Stärkung ihres Ansehens von einem einfachen Privatverein zu einer öffentlichen Korporation erhoben werden; sie könne bleiben unter der Leitung eines selbstgewählten und mit ähnlichen Funktionen wie heute ausgerüsteten Vorstandes; die Statuten seien zu normiren auf Grundlage der bestehenden Regeln, unter Zufügung der von der Kommission vorgeschlagenen Verbesserungen und eine Abänderung derselben sei abhängig zu machen von der Genehmigung des Präsidenten des Handelsamts oder einer anderen geeigneten staatlichen Behörde. Ohne diese Umgestaltung sei keine Garantie gegeben, dass die vom Gemeinwohl gebotenen Reformen durchgeführt würden. Ein unabhängiger Privatverein könne von aussen her zu Nichts verpflichtet werden. Und wenn auch in dem einen Jahre der Vorstand die bessernde Hand an die rechtlichen Bestimmungen gelegt haben sollte, so sei doch keine Sicherheit vorhanden, dass in dem folgenden Jahre der neugewählte Vorstand das Geschaffene nicht wieder beseitigen werde. Stetigkeit in der Entwickelung des Börsenrechts sei nur möglich, wenn dem Staate jenes Mitwirkungsrecht zustehe[401]).

So plausibel diese Argumentation auf den ersten Blick erscheinen mag, als so unrichtig erweist sie sich bei näherem Nachdenken. Dem Gedankengange der königlichen Kommission liegt eine Fiktion zu Grunde, deren sich freilich so häufig diejenigen schuldig machen, welche beständig nach staatlichen Aufsichtsrechten auf diesem oder jenem Gebiete rufen, die Fiktion nämlich, als ob der Staat ein weit über den Einzelnen, Gruppen und der ganzen Gesellschaft stehendes Wesen sei, beseelt von dem denkbar stärksten Drange, dem öffentlichen Wohle zu dienen, und begabt mit aussergewöhnlicher Einsicht, um die besten Mittel dazu finden zu können. Wer dieser

mystischen Auffassung nicht huldigt, sondern die Dinge realistischer anzusehen sich bemüht, wird zu der Erkenntniss geführt werden, dass an Leistungsbereitschaft und Leistungsfähigkeit der Staat oft hinter anderen gesellschaftlichen Gebilden zurücksteht und dass es dem Wohle der Gesammtheit sehr gefährlich werden kann, wenn seine Befugnisse nach gewissen Richtungen hin ausgedehnt werden.

In unseren heutigen hoch entwickelten Kulturstaaten, jedenfalls in England erscheint der staatliche Wille als der Mehrheitswille einer Versammlung von in einflussreichen Stellungen befindlichen Personen, des Parlaments. Dieses haben wir hier in Vergleich zu bringen mit der Londoner Stock Exchange hinsichtlich der Neigung und Befähigung, solide Zustände im Fondshandel herbeizuführen und zu erhalten. Die Mitglieder des ersteren, wenn auch gelegentlich an diesem Verkehr betheiligt, sind doch niemals in dem gleichen Masse wie die Makler und Händler jenes Instituts durch die in ihm vorherrschenden Missbräuche bedroht. Für sie steht regelmässig viel weniger auf dem Spiele und der Antrieb, dieselben zu beseitigen, muss um so viel geringer sein. Zudem kann gerade ihre Konservirung einer grösseren oder geringeren Anzahl von ihnen erwünscht sein, wenn diese selbst zu den Spekulanten und Gründern gehört oder mit denselben eng liirt ist. Die einzelnen Mitglieder gehen ferner, da sie als private Personen in den verschiedensten Lebensstellungen sich befinden und als öffentliche den verschiedensten politischen Ansichten huldigen, in ihren Interessen nothwendiger Weise viel zu sehr auseinander, als dass sie sich zu einer organischen Einheit zusammenschliessen und jenes Gefühl der gemeinschaftlichen Ehre und Pflicht erzeugen könnten, welches wie jede wahre Genossenschaft, so auch die Londoner Stock Exchange auszeichnet. Auch fehlt es der politischen Körperschaft, die binnen wenigen Jahren immer einen Theil ihrer Angehörigen verliert und neue Mitglieder aufnimmt, an dem erforderlichen Grade der Kontinuität. Endlich ist das Parlament als ein Organ der Staatsgewalt regelmässig mit der Ordnung der wichtigsten Angelegenheiten des Landes viel zu sehr beschäftigt, als dass es den Uebelständen, die auf minder wichtigen Gebieten wie dem des Fondshandels, hervortreten, die gebührende Aufmerksamkeit schenken könnte. In all diesen Umständen begründet sich der auf die Dauer geringere Grad der Bereitschaft des Staates zur Unterdrückung der Mängel des Effektenverkehrs gegenüber dem dahin gerichteten Bestreben der Londoner Stock Exchange.

Die Erfahrung bietet die Belege zu dieser Ausführung. Während die private Vereinigung der Börse in grossartiger Weise den Kampf unternommen hat wider das betrügerische und leichtfertige Gründerthum wie die Unredlichkeit von frem-

den Regierungen und ihren Agenten — freilich nicht mit einem Erfolge, der ihren Intentionen entsprochen hätte, — hat das englische Parlament über die Errichtung von Gesellschaften und Erhebung von Anleihen ein Recht geschaffen, das allem Unwesen Thür und Thor öffnet. Wenn diese Körperschaft die Gewissenlosigkeit in der einen Sphäre so lau bekämpft hat, wie sollte sie denn geneigt sein, energischer gegen dieselbe in einer anderen, jene so nahe berührenden Sphäre vorzugehen?

Indess wenn wir auch den guten Willen hierzu als vorhanden annehmen wollten — und er hat ja mitunter thatsächlich sich zu erkennen gegeben —, so fragt es sich immer noch, ob das Parlament oder das aus seiner Mitte hervorgehende, mit dem Aufsichtsrecht betraute Amt stets befähigt sein werde, die rechten Mittel als solche zu erkennen. Die jeweilige Börsenpolitik würde auf den gleichen Prinzipien aufgebaut sein, welche der jeweiligen allgemeinen Wirthschaftspolitik zu Grunde liegen. Diese aber werden wechselnde sein. Je nach den Verhältnissen des gesammten ökonomischen Lebens wird man bald einer freien Bewegung der mit einander wirkenden und ringenden Kräfte günstig sein, bald einschränkende Bestimmungen und eine grössere Ausdehnung der staatlichen Intervention für erforderlich halten. Ein solcher Wandel in den für eine kürzere oder längere Periode als massgebend adoptirten Grundsätzen mag im Ganzen seine Berechtigung haben, aber schwerlich ist er der Fondsbörse zuträglich. Bei ihr kommt es darauf an, die rechtlichen Normen stetig ohne Zaudern und ohne Rückschritte, aber auch nicht über das nothwendige Mass hinaus in der früher näher dargelegten Richtung zu entwickeln.

Darum liegt die grosse Gefahr vor, dass falls manchesterliche Neigungen Oberwasser gewonnen haben, neue Reformen verhindert, falls die entgegengesetzten Anschauungen zur Herrschaft gelangt sind, der Verkehr in unerträgliche Bande geschlagen wird. Das Wahrscheinlichere und zugleich auch das Gefährlichere ist freilich jenes. Der Economist, dessen weitreichender Einfluss bekannt ist, hat in der Mitte der 70er Jahre, zur Zeit als die Untersuchungskommissionen in Thätigkeit waren, in mehreren Artikeln die Ansicht verfochten, dass es am besten sei, den Fondsmarkt gerade ebenso einzurichten, wie jeden anderen, d. h. den Zutritt zu demselben einem Jeden zu gestatten, weil alsdann jeder daselbst verkehrende nur für sich verantwortlich sei, und das Publikum, wenn es wisse, dass Niemand sich seiner Interessen annehme, sich selbst besser zu schützen verstehen werde, als es jetzt die Börse vermöge, auf die es sich heute verlasse[402]). Diese Anschauung hat auch bereits in der öffentlichen Meinung die Herrschaft gewonnen; man hat die zünftlerische Abgeschlossenheit des Instituts als

einen Deckmantel zahlloser Missbräuche angefeindet und unter Anderem auch hierdurch soll die Stock Exchange veranlasst worden sein, in den letzten Jahren ihre Pforten weiter zu öffnen als bisher[403]). Ist es nun so ganz ausgeschlossen, dass das Parlament oder das Handelsamt, wo es im Einzelfalle eine Entscheidung zu treffen hätte, sich von ähnlichen Vorstellungen leiten lassen werde? Wenn aber die Londoner Börse schon nicht im Stande war, gegen den Ansturm der öffentlichen Meinung fest ihren Standpunkt zu wahren, wie sollte ihr das gelingen, wenn ihr die organisirte Staatsgewalt gegenüber träte? Es muss allerdings bemerkt werden, dass die königliche Kommission eine andere Meinung sich gebildet und vertheidigt hat und vor Allem für eine Erschwerung des Zutritts eingetreten ist. Allein sie befand sich auch nach einem durch ein volles Jahr fortgesetzten Studium aller einschlagenden Verhältnisse in einer Lage, in welcher sich die massgebenden Persönlichkeiten regelmässig nicht befinden werden.

Indess auch jene zweite Eventualität kann eintreten und ist eingetreten. Wenn das englische Parlament in einer plötzlichen Anwandlung sittlicher Entrüstung über vermeintliche Ausschreitungen der Spekulation im Jahre 1867 ein so thörichtes Gesetz zu erlassen vermochte als die Leeman's Act, obwohl die völlige Werthlosigkeit einer derartigen Massregel durch die Erfahrung von länger als einem Jahrhundert sonnenklar bewiesen war, so ist es unmöglich, sich von dem Bedenken frei zu machen, dass bei geeigneter Zeitlage die Aufsichtsbehörde ihren Einfluss in unheilvoller Weise geltend machen könnte.

So würde gerade die Statuirung eines staatlichen Interventionsrechts leicht dahin führen, dass die Entwickelung des Rechtszustandes der Börse jeder Stetigkeit beraubt wird. Gesichert ist diese in Wahrheit nur da, wo die Aufstellung der Rechtsnormen dem Vereine selbst in voller Unabhängigkeit obliegt, der durch seine innerste Natur zur Bekämpfung der vielfachen Missbräuche hingetrieben wird und der zugleich, weil aus Geschäftsleuten bestehend, die erforderliche Einsicht besitzt, Mittel ausfindig zu machen, die jenem Zwecke dienen, ohne zugleich den Verkehr über Gebühr zu belästigen.

Die Unterstellung der Stock Exchange unter die Aufsicht einer staatlichen Behörde kann nur von zwei Folgen die eine oder die andere haben. Entweder begnügt sich das mit diesem Recht betraute Amt die Anträge der Börsenleitung anstandslos zu genehmigen — dann ist seine Mitwirkung als reine Formalität überflüssig; oder es sucht seinen eigenen Intentionen praktische Geltung zu verschaffen — dann besteht die Gefahr, dass es, wenn auch nicht in jedem einzelnen Falle, so doch in der Mehrheit der Fälle Schaden stifte.

Allein hiermit sind die Bedenken gegen das staatliche

Interventionsrecht noch nicht erschöpft. Wenn die Statuten der Börse zu Stande gekommen sind unter Mitwirkung einer staatlichen Behörde, so ergiebt sich als unabweisbare Konsequenz, dass auch die Anwendung dieser Regeln, wie sie durch die Börsenleitung erfolgt, der Beaufsichtigung jener unterliegen muss, dass bei ihr wider die auf Grund der Statuten gefällten Entscheidungen Einspruch erhoben werden darf, wie das ja auch in Deutschland der Fall ist. Sie würde dadurch in die Lage kommen, zu untersuchen, ob der Ausschluss eines Mitgliedes billig sei, ob ein hierauf gestellter Antrag mit Recht zurückgewiesen sei. Sie würde zu dem Ende zu prüfen haben, ob eine Verletzung der Börsenregeln vorliege oder nicht, würde etwa zu beurtheilen haben, ob das Verhalten des Genossen entsprechend gewesen sei den Grundsätzen geschäftlicher Moralität, ob die Deckung, die er von seinem Kommittenten verlangt, die durch die gewöhnliche Vorsicht gebotene Höhe gehabt habe, ob in einem anderen Falle die Kreditwürdigkeit des Auftraggebers der Art war, dass von einer Sicherung durch Deckung abgesehen werden konnte, ob etwa die einzelnen Handlungen Jemandes so beschaffen waren, dass sie die aktive oder passive Theilnahme an einem Betruge enthielten. Die richtige Entscheidung dieser Fragen setzt voraus eine gründliche Kenntniss des Lebens und Treibens auf der Börse, eine Bekanntschaft mit allen Schlichen und Kniffen der Spekulation, wie sie nur derjenige, der Jahre lang in jenem gestanden hat, besitzen kann, nicht aber ein dem geschäftlichen Leben fernstehender Staatsbeamter.

Es ergiebt sich demnach hinsichtlich der Anwendung der Börsenregeln dieselbe Alternative wie hinsichtlich der Normirung derselben. Entweder begnügt sich die staatliche Behörde mit der einfachen Bestätigung aller Urtheile des Komités — dann ist ihre Mitwirkung überflüssig; oder sie sucht ihrer eigenen Meinung Geltung zu verschaffen — dann liegt die Gefahr vor, dass sie Fehlgriffe thue. Es würde bald ein Mitglied unbilliger Weise ausgestossen werden, bald ein anderes wider Verdienst in dem Vereine gehalten werden.

Solche Vorkommnisse müssten aber tiefeingreifende Wirkungen haben. Das Gefühl einer genossenschaftlichen Ehre und Pflicht ist da nicht haltbar, wo ein Dritter darüber zu urtheilen hat, ob ein Einzelner sich wider dieselbe vergangen hat oder nicht. Fällt aber dieses Gefühl fort, so verschwindet der eine der beiden Faktoren, welche die Stock Exchange zum Kampfe wider das unsolide Treiben im Effektenverkehr anspornen.

Aus diesen Gründen sollte gegen alle Massregeln Front gemacht werden, welche die bisherige Unabhängigkeit der Fondsbörse schwächen könnten.

Ganz anders als in England liegen die Verhältnisse in Deutschland. Unsere heimischen, den Interessen der Spekulation huldigenden Institute geben in ihrer gegenwärtigen Zusammensetzung keine Garantien dafür, dass sie aus eigenem Antriebe ernstlich an die Besserung der Zustände des Fondshandels gehen. Hier kann die Berechtigung einer staatlichen Aufsicht keinenfalls bestritten werden. Denn überall, wo der Einzelne sich nicht selbst zu schützen und auch kein anderes gesellschaftliches Gebilde ihm Hülfe zu bringen vermag, bleibt allerdings nichts Anderes übrig, als voller Hoffnung auf den Staat zu blicken. Er ist hier, wie sonst, dazu berufen, das Vakuum auszufüllen. Aber auch für Deutschland ist die Zweckmässigkeit des staatlichen Interventionsrechtes nur eine temporäre. Wenn auf der Grundlage vollkommenerer und stabilerer Verkehrsformen sich eine festere Organisation emporgebaut haben wird, wird, was bis dahin nützlich war, als schädlich sich erweisen. Recht und Pflicht des Staates zum Eingreifen in das freie Leben der Einzelnen und der Gruppen innerhalb der Gesellschaft sind, vom philosophischen Standpunkte angesehen, subsidiärer, vom historischen angesehen, elastischer Natur.

Es bleibt uns in diesem Abschnitt noch eine zweite Frage zu berühren übrig, die unabhängig ist von der Frage nach dem Werthe eines staatlichen Aufsichtsrechts, die nämlich, ob von Seiten des Staates den bestehenden Börsen in den einzelnen Städten ein rechtliches Monopol eingeräumt werden solle oder nicht. Bei der Beantwortung dieser Frage ist von dem Satze auszugehen, dass keinerlei Bedürfniss nach einer Mehrheit von Zentralpunkten des Verkehrs in irgend welchen Waarengattungen in ein und demselben Orte vorhanden ist. Die Duldung von nur einem Institute wird desshalb regelmässig wirthschaftliche Nachtheile nicht mit sich führen.

Was die Londoner Verhältnisse angeht, so empfiehlt sich die Ausstattung der existirenden Börse mit dem exklusiven Recht der Geschäftsvermittelung noch ganz besonders wegen der Möglichkeit, dadurch die unsolide Spekulation erfolgreich an der Gründung eines neuen ihren Intentionen gegenüber nachgiebigeren Instituts zu verhindern, falls sie solches beabsichtigen sollte. Allerdings hat die Stock Exchange die bisher gegen ihr faktisches Monopol gerichteten Angriffe siegreich bestanden, indessen könnte doch bei energischerem Vorgehen ihrerseits gegen Betrug und Leichtsinn ein neuer Versuch von grösserem Erfolge begleitet sein. Es ist auch nicht undenkbar, dass schon die Furcht vor einer solchen Eventualität ihren Eifer in dem Bestreben, eine Reinigung des Fondsverkehrs von unreellen Beimischungen herbeizuführen, erheblich abkühlen werde.

Nicht ganz so einfach ist die Beantwortung jener Frage für Deutschland. Gesetzt den von uns schon als möglich be-

rührten Fall, dass ähnlich wie einstmals in England, so in Deutschland die Fortentwickelung der heutigen Börsenzustände zu einer besseren Gestaltung ihren Ausgang nähme von dem Zusammenschluss einer Zahl von Maklern zu einer innigeren Verbindung und von einer räumlichen Lostrennung ihres geschäftlichen Verkehrs von dem bestehenden Institut, so könnte die Unterdrückung einer auf diesem Wege sich bildenden neuen Börse eine Hoffnung erweckende Organisation im Keime ersticken. Andererseits kann mit dem Eintritt solcher Verhältnisse keinenfalls sofort der alte Markt aufgehoben werden, da der neue Verein seine Existenzbefähigung und sein Leistungsvermögen doch erst zu erweisen hätte. Ein gleichzeitiges Nebeneinanderbestehen mehrerer Fondsbörsen an einem Orte für eine gewisse Dauer ist desshalb möglicher Weise für Deutschland als etwas nicht zu Umgehendes ins Auge zu fassen.

Die Kritik des positiven Rechts ist hiemit beendet. Hatten wir im vorigen Kapitel die Börse betrachtet als wirthschaftliches Gebilde, als Markt, so betrachteten wir sie in diesem als rechtliches Gebilde, als Genossenschaft. Als solche erscheint sie als die Hüterin der Solidität im Effektenverkehre, vor Allem im spekulativen. Wie das Gründerthum, die Regierungen sammt den Agenten und Uebernehmern von Anleihen mit ihren Kapitalanlageprojekten und zu Stande gebrachten Kapitalanlageunternehmungen der Kontrole seitens der Spekulation bedürfen, so diese selbst der Beaufsichtigung seitens jenes grossen Verkehrsvermittelungsinstituts. Die eine dieser Mächte bedingt immer die andere als die nothwendige Voraussetzung ihrer gedeihlichen Wirksamkeit. Um aber jene Funktion erfüllen zu können, muss die Börse selbst frei sein von Spekulanten. In dieser Verfassung befindet sich zur Stunde die Londoner Stock Exchange. Nach jenem Ziele hin hat sie auch in der That bereits ein erhebliches Stück Weges zurückgelegt, allein von dem, was erreicht werden kann und muss, ist auch sie wohl noch ebenso weit entfernt wie die deutschen Börsen von der Organisation, ohne welche jene Bahn erfolgreich nicht beschritten werden kann. Je mehr aber die Gesellschaft die Gefahren, welche ihr von den Missbräuchen im Fondshandel drohen, erkennt und je entschiedener sie die Forderung nach Beseitigung derselben stellt, desto mehr werden auch die Mitglieder des Verbandes als Vermittler des Verkehrs bestrebt sein, in ihrem Sinne thätig zu werden. Denn von dem Wollen der Gesellschaft ist das Wollen und Handeln des Individuums abhängig, die Genossenschaft aber ist die Uebermittlerin des gesellschaftlichen Willens, der gesellschaftlichen Anerkennung und Missachtung an den Einzelnen.

Anmerkungen.

[183]) Grünhut: Das Börsen- und Maklerrecht und seine Neugestaltung in Oestreich, l. c. S. 535—546.
Stein: Handbuch der Verwaltungslehre, 2. Aufl. 1876, S. 380.
Inamer-Sternegg: Verwaltungslehre in Umrissen. Innsbruck 1870, S. 184.
Diese Schriften geben eine sehr gedrängte Darstellung des positiven Rechts und Anfänge einer Kritik.

[184]) Vierteljahrshefte des Deutschen Reichs- und Königl. Preuss. Staatsanzeigers. Jahrg. V, Heft I, Beil. No. 9 v. 2. März 1872, S. 8.

[185]) Börsenordnung für Berlin von 1805, Art. 5 b.

[186]) l. c. Art. 4.

[187]) Beiträge zur Geschichte des Berliner Handels und Gewerbfleisses aus den ältesten Zeiten bis auf unsere Tage. Festschrift zur Feier des 50jährigen Bestehens der Korporation der Berliner Kaufmannschaft am 2. März 1870. Veranstaltet von den Aeltesten der Kaufmannschaft. S. 35, 36, 75, 76, 116. — Die Notiz bezüglich des Jahres 1880 ist schriftlichen Mittheilungen seitens des Berliner Börsensekretariats entnommen. In der Zahl 636 sind die sehr wenigen Wechsel- und Geldsorten enthalten.

[188]) l. c. S. 35.

[189]) Börsenordnung für Berlin von 1805, §§ 1, 11, 12.

[190]) Statut für die Kaufmannschaft zu Berlin von 1820, §§ 1—4 (Gesetzsammlung für Preussen von 1820, S. 46—59).

[191]) l. c. §§ 17, 19.

[192]) l. c. §§ 9, 42—45.

[193]) Börsenordnung für Berlin vom 7. Mai 1825 (Gesetzsammlung für Preussen von 1825, S. 137).

[194]) Statut für die Kaufmannschaft zu Stettin vom 15. November 1821, Abschn. VI (Gesetzsammlung für Preussen von 1821, S. 194).
Statut für die Kaufmannschaft zu Memel vom 20. Mai 1822, Abschn. VI (Gesetzsammlung für Preussen von 1822, S. 153).

Statut für die Kaufmannschaft zu Danzig vom 25. April 1822, Abschn. VI (Gesetzsammlung für Preussen von 1822, S. 130).
Statut für die Kaufmannschaft zu Tilsit vom 22. April 1823, Abschn. VII (Gesetzsammlung für Preussen von 1823, S. 77).
Statut für die Kaufmannschaft zu Königsberg vom 25. April 1823, Abschn. VI (Gesetzsammlung für Preussen von 1823, S. 92).
Statut für die Kaufmannschaft zu Magdeburg vom 9. April 1825, Abschn. VII (Gesetzsammlung für Preussen von 1825, S. 25).

[195]) Reglement für die innere Polizei der Börse zu Köln von 1820, § 2.
Reglement für die Börse zu Breslau v. 1859, § 1.

[196]) Börsenordnung für Königsberg v. 13. Septbr. 1827, § 1 (Gesetzsammlung für Preussen v. 1827, S. 128).
Börsenordnung für Danzig v. 12. Jan. 1830, §§ 3—5 (Gesetzsamml. für Preussen v. 1830, S. 10).
Börsenordnung für Elbing v. 24. April 1830, §§ 3—5 (Gesetzsamml. für Preussen v. 1830, S. 73).
Börsenordnung für Stettin v. 17. März 1832, §§ 2, 3 (Gesetzsamml. für Preussen v. 1832, S. 121).

[197]) Schriftliche Mittheilungen seitens des Sekretariats der Handelskammer zu Breslau.
Reglement für die Börsenversammlungen zu Breslau v. 1859, §§ 3, 4.

[198]) Börsenordnung für Köln v. 1862, Art. 1 (Goldschmidt, Ztschr. für Handelsr. VI. 142).
Börsenordnung für Frankfurt a./M. v. 1843, § 1.
Börsenordnung für Breslau v. 1876, § 1.
Börsenordnung für Berlin v. 1866, § 1.
Börsenordnung für Danzig v. 1865, § 1 (Goldschm., Ztschr. für Handelsr. X. 113).
Börsenordnung für Königsberg v. 1865. i. f. und für Memel v. 1865, i. f. (Goldschm., Ztschr. für Handelsr. IX. 328 u. 330).
Börsenordnung für Stuttgart v. 1877, § 1 (Goldschm., Ztschr. für Handelsr., Beilageheft zu XXIII. 345).
Börsenordnung für Stettin v. 1863, § 1.
Börsenordnung für Posen v. 1865, § 1.
Einführungsgesetze der einzelnen deutschen Staaten zum A. D. H. G. B. zu Art. 331 (Salpius: Die Ergänzungen der Wechselordnung und des A. D. H. G. B. S. 189 u. 190).

[199]) Börsenordnung für Köln v. 1862, Art. 10.
Maklersyndikatsordnung für Frankfurt a./M. v. 1851, § 15.
Maklerordnung für Königsberg v. 1865, § 20 (Goldschm., Ztschr. für Handelsr. IX. 333).
Börsenordnung für Breslau v. 1876, § 18.
Börsenordnung für Berlin v. 1866, §§ 5, 9.
Maklerordnung für Memel v. 1865, § 10 (Goldschm., Ztschr. für Handelsr. IX. 333).

[200]) Börsenordnung für Berlin v. 1866, § 1.
Börsenordnung für Frankfurt a./M. v. 1843, § 1.

[201]) Börsenordnung für Köln v. 1862, Art. 1.
Börsenordnung für Frankfurt a./M. v. 1843, § 1.
Börsenordnung für Leipzig v. 1870, § 1 (Goldschm., Ztschr. für Handelsr. XV. 507).
Börsenordnung für Breslau v. 1876, § 2.
Börsenordnungen für Königsberg v. 1865, Memel v. 1865, Danzig v. 1865, Stettin v. 1863 passim.
Bestimmungen in Bezug auf den Kaufmannskonvent, die Handelskammer und die Börse in Hamburg, § 20 (Goldschm., Ztschr. für Handelsr. XV. 170).
Börsenordnung für Stuttgart v. 1877, § 1.
Börsenordnung für Posen v. 1865, § 11.

[202]) Börsenordnung für Köln v. 1862, Art. 10.
Börsenordnung für Breslau v. 1876, §§ 2, 3.
Börsenordnung für Königsberg v. 1865, Memel v. 1865, Danzig v. 1865 passim.
Börsenordnung für Leipzig v. 1870, § 9.
Börsenordnung für Stuttgart v. 1877, § 11.
Geschäftsordnung für das Börsenkommissariat der Kfmsch. von Berlin. Einl. (l. c. XIV. 474).
Frankfurter Börsenordnung v. 1843, § 1 und Anm.
Börsenordnung für Stettin v. 1863, § 8.
Börsenordnung für Posen v. 1865, § 11.

[203]) Börsenordnung für Köln v. 7. Juni 1862 (Goldschm., Ztschr. für Handelsr. VI. S. 142).
Börsenordnung für Frankfurt a./M. v. 1843, §§ 2, 3.
Börsenordnung für Königsberg v. 1865, §§ 2, 3.
Börsenordnung für Leipzig v. 1870, §§ 3, 4.
Börsenordnung für Breslau v. 1876, § 6.
Börsenordnung für Berlin v. 1866, §§ 2, 3.
I. Nachtrag zur Börsenordnung für Berlin v. 1866 zu § 3 (Goldschm., Ztschr. für Handelsr. XX. 246).
Börsenordnung für Memel v. 1865, §§ 3, 4.
Börsenordnung für Danzig v. 1865, §§ 3, 4.
Bestimmungen in Bezug auf den Kaufmannskonvent, die Handelskammer und die Börse in Hamburg, §§ 19, 21.
Börsenordnung für Stuttgart v. 1877, § 2.
Börsenordnung für Stettin v. 1863, §§ 3, 4.
Börsenordnung für Posen v. 1865, § 3.

[204]) Börsenordnung für Köln v. 1862, Art. 3.
Börsenordnung für Frankfurt a./M. v. 1843, § 10.
Börsenordnung für Königsberg v. 1865, §§ 5, 6.
Börsenordnung für Breslau v. 1876, § 7.
Börsenordnung für Berlin v. 1866, §§ 8, 9.
Börsenordnung für Memel v. 1865, § 3.
Börsenordnung für Danzig v. 1865, § 5.
Börsenordnung für Stuttgart v. 1877, § 3.
Börsenordnung für Stettin v. 1863, § 5.
Börsenordnung für Posen v. 1865, § 4.

[205]) Börsenordnung für Leipzig v. 1870, § 14.
Revidirte Geschäftsordnung für die Sachverständigen-Kommission der Berliner Fondsbörse v. 1875, § 15 (Goldschm.; Ztschr. für Handelsr. XV. S. 474 — die nicht revidirte).

[206]) Börsenordnung für Köln v. 1862, Art. 10.
Börsenordnung für Frankfurt a./M. v. 1843, § 4.
Börsenordnung für Königsberg v. 1865, § 1.
Börsenordnung für Leipzig v. 1870, § 5.
Börsenordnung für Bremen v. 1864, § 4 (Goldschm., Ztschr. für Handelsr., Beilageheft zu XII. S. 118).
Börsenordnung für Breslau v. 1876, §§ 4, 17.
Börsenordnung für Berlin v. 1866, § 4.
I. Nachtrag zur Börsenordnung für Berlin v. 1866, zu § 4.
Börsenordnung für Memel v. 1865, § 6.
Börsenordnung für Danzig v. 1865, § 8.
Bestimmungen in Bezug auf den Kaufmannskonvent, die Handelskammer und die Börse in Hamburg, § 20.
Börsenordnung für Stettin v. 1863, § 8.
Börsenordnung für Posen v. 1865, § 11.

[207]) Börsenordnung für Breslau v. 1876, § 17.
III. Nachtrag zur Börsenordnung für Berlin. Zu § 4 (Goldschm., Ztschr. für Handelsr. XXII. S. 244).

Bekanntmachung an der Leipziger Börse v. 16. November 1875. Acta der Berliner Kaufmannschaft, B. 102.

[208]) Börsenordnung für Köln v. 1862, Art. 7.
Börsenordnung für Leipzig v. 1870, § 13.
Börsenordnung für Breslau v. 1876, § 4.

[209]) § 13.

[210]) Syndikatsordnung für den Effektenhandel in Hamburg, Abschn. IV. Kursnotirungen (Goldschm., Ztschr. für Handelsr. XV. S. 184).

[211]) II. App. No. IX.

[212]) Revidirte Geschäftsordnung für die Sachverständigen-Kommission der Fondsbörse zu Berlin von 1875.

[213]) II. App. No. I, 2.

[214]) II. Min. of Evid. 1—3.

[215]) II. Min. of Evid. 4718 ff. II. App. No. I, 1.

[216]) II. Min. of Evid. 1—3.

[217]) II. Min. of Evid. 1—3.

[218]) II. Min. of Evid. 4—9.

[219]) II. Min. of Evid. 24—26.

[220]) II. Min. of Evid. 10.

[221]) II. Min. of Evid. 254—261.

[222]) Rule 7.

[223]) Rule 166.

[224]) II. App. No. III.

[225]) II. Rep. 5.

[226]) II. Min. of Evid. 769—773.

[227]) Rule 1.

[228]) Rule 2.

[229]) Rule 1.

[230]) II. Min. of Evid. 8770.

[231]) Rule 15.

[232]) Rule 3.

[233]) II. Min. of Evid. 38, 1437.

[234]) Rule 4.

[235]) Rule 8. II. Min. of Evid. 46.

[236]) Rep. 5. — Die uns vorliegenden Rules bestimmen in No. 20 die Bürgschaftssumme auf 500 £ und die Bürgschaftsfrist auf 4 Jahre. Danach scheint seit 1878 wieder eine Aenderung vorgenommen zu sein.

[237]) Rule 20.

[238]) Rule 25

[239]) Rule 26.

[240]) Rule 38.

[241]) Rule 43.

[242]) Rule 20.

[243]) II. App. No. II, 1.

[244]) Rule 28.

[245]) Rule 142 u. 143.

[246]) II. Min. of Evid. 163.

[247]) Rule 158.

[248]) Rule 156.

[249]) Rule 163.

[250]) Rule 164.

[251]) II. Rep. 22. Defaulters.

[252]) Rule 164. II. Min. of Evid. 2396—2406, 2418—2440, 2460—2463, 2470—2476, 2483, 2487.

[253]) Rule 30.

[254]) II. App. No. IV, 1.

[255]) Rule 27.

[256]) Rule 38.

257) II. Min. of Evid. 2038—2046, 3987—3988.
258) II. Min. of Evid. 5227—5228.
259) II. Min. of Evid. 4563—4568, 4683—4686, 5552—5553.
260) II. App. No. IV, 1.
261) II. App. No. IV, 2.
262) II. Min. of Evid. 3660—3666.
263) Rule 29.
264) Rule 22.
265) Rule 32.
266) II. Min. of Evid. 171—175.
267) Rules 23, 34, 35.
268) Rules 18 u. 19.
269) Rule 29.
270) II. Min. of Evid. 11—17.
271) II. Min. of Evid. 171.
272) II. App. No. IV, 3.
273) II. Min. of Evid. 339—342.
274) II. Min. of Evid. 365—367.
275) II. Min. of Evid. 4642—4657, 5604—5616. II. App. No. I, 1.
276) Rule 41.
277) II. Min. of Evid. 373—385.
278) Rule 41.
279) Rule 45.
280) Rule 44. II. Min. of Evid. 386—392.
281) II. App. No. III.
282) II. Min. of Evid. 262—263.
283) Rule 42.
284) II. Min. of Evid. 393—399.
285) Rule 5.
286) II. Min. of Evid. 27—31.
287) Rule 14.
288) Rule 11.
289) Rule 12.
290) Die für das Folgende in Betracht kommenden Hauptbestimmungen finden sich Rule 125—130.
291) II. Min. of Evid. 1812—1813.
292) II. Min. of Evid. 1340—1347, 1370—1373, 1392—1395, 1402—1417. Rule 125, Abs. 2; Rule 128, Abs. 1, 2077—2082.
293) II. Min. of Evid. 1348—1351, 1388—1391, 1753. I. Min. of Evid. 15, 493—504.
294) Rule 131.
295) II. Min. of Evid. 1443—1451, 1752—1761.
296) Rule 125, Abs. 3. II. Min. of Evid. 1348—1351.
297) I. Min. of Evid. 5476.
298) II. Min. of Evid. 1682, 3879.
299) Rule 125, Abs. 1.
300) I. Min. of Evid. 292, 293, 319—321, 335.
301) Rule 125, Abs. 3.
302) Rule 125, Abs. 3.
303) II. Min. of Evid. 1512—1516.
304) Rule 59.
305) II. Min. of Evid. 1661.
306) II. Min. of Evid. 1668.
307) II. Min. of Evid. 1661—1668.
308) II. Min. of Evid. 1668.
309) Rule 125, Abs. 4.
310) II. Min. of Evid. 2108—2127.
311) II. Min. of Evid. 1573.
312) II. Min. of Evid. 1666.

313) II. Min. of Evid. 1491—1498.
314) II. Min. of Evid. 1463—1474, 1677, 4886—4900.
315) I. Min. of Evid. 261—283, 291.
316) I. Min. of Evid. 294—301, 315—318.
317) II. Min. of Evid. 1475—1490.
318) Rule 125, Abs. 4 u. 5.
319) Rule 125, Abs. 5.
320) Rule 60.
321) Rules 127, 128, Abs. 2. II. Min. of Evid. 1388—1391.
322) Rule 127.
323) Rule 128, Abs. 3 u. 4. II. Min. of Evid. 1388—1391.
324) II. Min. of Evid. 2004—2011, 2028—2029, 2077—2082.
325) Rule 127.
326) II. Min. of Evid. 1870—1874.
327) II. Min. of Evid. 1883—1890.
328) II. Min. of Evid. 1893—1904.
329) Rule 127. II. Min. of Evid. 1388—1391.
330) II. App. No. V, 1.
331) II. Min. of Evid. 2048—2056.
332) Rule 129.
333) Rule 130.
334) Rule 59.
335) II. App. No. V, 1.
336) II. App. No. VI.
337) II. Min. of Evid. 1917—1922.
338) II. Min. of Evid. 1776—1800, 1823, 1825—1826, 1839—1840, 2101—2107, 3886—3892, 4485—4491, 4504, 4507—4512.
339) Rules 84 u. 106.
340) Rule 151.
341) Rule 159.
342) Rule 40.
343) Rule 53.
344) Rule 54.
345) II. Min. of Evid. 8420—8436. II. App. No. II, 4.
346) Rule 16a.
347) II. App. No. II, 2 u. 4.
348) II. App. No. II, 2.
349) Rule 55.
350) II. Min. of Evid. 7005—7010.
351) II. App. No. II, 2.
352) Rule 16.
353) II. Min. of Evid. 147, 176—179.
354) Rule 16.
355) II. App. No. II, 2 u. 4.
356) Rule 51.
357) Rule 62.
358) II. Min. of Evid. 209—224, 235—241.
359) II. Min. of Evid. 75—80.
360) Rule 52.
361) II. Min. of Evid. 53—56.
362) II. Min. of Evid. 4880—4884, 4901—4926, 4458—4477, 3821—3825, 2870, 8261, 1640—1649, 1935—1946.
363) II. App. No. II, 5.
364) Rule 154.
365) Rules 167 u. 168. II. Min. of Evid. 2305, 2312, 2317, 2329, 2331—2335.
366) Rules 146 u. 147.
367) Rule 160.
368) II. Min. of Evid. 2207, 2211, 2256.
369) II. Min. of Evid. 2248—2250.

370) II. Min. of Evid. 2230, 2280.
371) II. Min. of Evid. 2166—2171, 2246—2247.
372) II. Min. of Evid. 7878 ff., 8013 ff., 8092 ff.
373) II. Min. of Evid. 7890.
374) II. Min. of Evid. 8014—8016.
375) II. Min. of Evid. 8096—8106.
376) II. Min. of Evid. 8061—8073.
377) II. Min. of Evid. 7963—8001, 8074—8084.
378) II. Min. of Evid. 303—307.
379) II. Min. of Evid. 7748 u. 7755.
380) II. Min. of Evid. 7712.
381) II. Min. of Evid. 7679.
382) II. Min. of Evid. 7710.
383) II. Min. of Evid. 6941—6948, 7688, 7722.
384) II. Min. of Evid. 3049—3050, 8492—8494.
385) II. Min. of Evid. 5592 ff.
386) Memorandum, betreffend das Maklerwesen und seine Reform vom 1. März 1860. Acta der Berl. Kfmsch. M. 56, Vol. I. Bl. 73.
387) II. Min. of Evid. 4634—4640, 8134—8152, 8173—8174.
388) II. Min. of Evid. 4606—4608, 5329—5333, 5336, 8371—8388.
389) II. Min. of Evid. 8481—8491.
390) II. Min. of Evid. 198—200.
391) II. Min. of Evid. 7018—7023.
392) Statuten des Effektenmaklervereins zu Bremen, bes. §§ 1, 16, 17.
393) II. Min. of Evid. 3362.
394) Vielfache Auslassungen über diesen Gegenstand im Zeugenverhör. Nachweise I. u. II. Index. Settlements and quotations.
395) II. Min. of Evid. 2947—2951, 7165—7177.
396) II. Min. of Evid. 2864—2868, 4436—4441.
397) II. Min. of Evid. 2896, 4139—4158, 8195—8207.
398) II. Min. of Evid. 2842—2863.
399) II. Min. of Evid. 1116—1122, 1932—2003, 2870—2876, 2880, 4880—4884, 4900—4926, 5823—5831, 5959—5964, 8261.
400) II. Min. of Evid. 2061—2063, 1621 ff.
401) II. Rep. 25 ff.
402) Economist Jahrg. 1875 S. 361, Jahrg. 1877 S. 118, 237, 270, 322, Jahrg. 1878 S. 1001, 1057.
403) II. Min. of Evid. 7439—7440.

Pierer'sche Hofbuchdruckerei. Stephan Geibel & Co. in Altenburg.